



Risiken der Finanzanlage – Strategie, Instrumente und Chancen

Gültig ab Mai 2022

Vorwort

Die folgende Broschüre haben wir für Sie erarbeitet, um über das Thema Risiko in der Geldanlage zu informieren. Unser Ziel ist, dass Sie selbst Risiken besser einschätzen und vermeiden können.

Dazu ist es uns wichtig, im ersten Teil der Broschüre grundsätzliche Regeln der Geldanlage in Hinsicht auf den Umgang mit Risiken zu erläutern, bevor wir im zweiten Teil der Broschüre auf die Risiken allgemeiner und spezifischer Geldmarktinstrumente eingehen.

Da der Markt der Finanzinstrumente eine Vielzahl von Möglichkeiten umfasst, haben wir uns hier auf die wichtigsten Instrumente beschränkt und anhand dieser die allgemeinen und spezifischen Risiken dargestellt.

Inhalt

1. Einleitung	5
2. Anlegen oder Spekulieren? Risikomanagement-Basics	6
2.1 Anlegen oder Spekulieren – der feine Unterschied	6
2.2 „Der größte Feind ist das eigene Ich“ – kurze Anlegerpsychologie	6
2.3 Ausgangspunkt: das „Magische Dreieck“ als Zielsystem	7
2.4 Entwicklung einer Anlagestrategie	8
2.5 Risikomanagement und Portfolio-Diversifikation	9
2.6 Umsetzung der Anlagestrategie	10
3. Basisrisiken: allgemeine Risiken von Finanzinstrumenten	11
4. Spezielle Risiken „klassischer“ Wertpapier-Anlagen	14
4.1 Verzinsliche Wertpapiere	14
a) Was sind verzinsliche Wertpapiere?	14
b) Markt und Handel	15
c) Ertragschancen	15
d) Spezifische Risiken von verzinslichen Wertpapieren	15
e) Strategische Möglichkeiten für die Vermögensentwicklung	16
4.2 Aktien und aktienähnliche Wertpapiere (Genussscheine)	17
a) Was sind Aktien und aktienähnliche Wertpapiere?	17
b) Markt und Handel	17
c) Ertragsmöglichkeiten mit Aktien und Genussscheinen	17
d) Risiken von Aktien	18
e) Risiken von Genussscheinen	20
4.3 Zertifikate (strukturierte Produkte)	21
a) Spezielle Risiken bei allen Zertifikate-Typen	21
b) Spezifische Risiken verschiedener Zertifikate-Typen	22
c) Ertragsmöglichkeiten mit Zertifikaten	24
4.4 Fonds	24
a) Offene Investmentfonds	24
b) Geschlossene Fonds	26
c) Exchange Traded Funds (ETFs)	26
d) Ertragsmöglichkeiten mit Fonds und ETFs	27

4.4 Fonds	24
a) Offene Investmentfonds	24
b) Geschlossene Fonds	26
c) Exchange Traded Funds (ETFs)	26
d) Ertragsmöglichkeiten mit Fonds und ETFs	27
4.5 Termingeschäfte (Derivate)	28
a) Spezielle Risiken von Optionsscheinen	28
b) Spezifische Risiken des Handels mit Futures	29
c) Ertragsmöglichkeiten mit Derivaten	29
5. Alternative Anlageformen	30
5.1 Hedgefonds	30
a) Was sind Hedgefonds?	30
b) Ertragsmöglichkeiten mit Hedge Fonds	31
5.2 Private Equity	31
5.3 Immobilien	32
a) Risiken des Immobilieninvestments	32
b) Ertragsmöglichkeiten des indirekten Immobilieninvestments	32
5.4 Edelmetalle und andere Rohstoffe	33
a) Spezifische Risiken der Anlage in Rohstoffe	33
b) Ertragsmöglichkeiten der Anlage in Gold	33
6. Risiken nach Börsen- und Konjunkturzyklen	34

1. Einleitung

Sparen – Anlegen – Spekulieren: Das sind die drei Grundformen der Geldanlage. Der wesentliche Unterschied zwischen diesen Kategorien liegt im Risikoprofil: Will der Anleger 100% Sicherheit – also 0% Risiko –, „spart“ er mit Tagesgeld und Sparbuch, will er schnelle, hohe Gewinne, bedeutet das: maximales Risiko – man „spekuliert“. Es zeigt sich also das Dilemma, zwischen Risiko und Sicherheit ein optimales Ergebnis in der Geldanlage zu erzielen.

In diesem Sinne ist Risiko das zentrale Thema dieser Broschüre. Denn der Handel mit Wertpapieren wie Aktien, Fondsanteilen und Derivaten beinhaltet Risiken. Das finanzielle Risiko ist umso größer, je weniger das Finanzinstrument bekannt ist. Das gilt besonders für Derivate oder Optionen, die mitunter sehr komplexe Produkte sind und – als sogenannte synthe-

tische Produkte – „eigene“ Gesetze haben. Wir möchten Sie im Folgenden über Anlage-Instrumente und Geschäftsarten informieren, damit Sie bei Ihren Anlage-Entscheidungen die Risiken selbst beurteilen können.

Zunächst möchten wir aber einen Überblick über die Möglichkeiten der Risikovermeidung aus strategischer Perspektive bieten. Dabei verfolgen wir die Idee, dass systematisches Vorgehen und Informieren der Weg zum bewussten Umgang mit Risiko ist und dies die größten Chancen für eine erfolgreiche Geldanlage eröffnet. Anders formuliert: Sind Sie sich der Risiken bewusst, können Sie sich Chancen sichern!

2. Anlegen oder Spekulieren? Risikomanagement-Basics

2.1 Anlegen oder Spekulieren – der feine Unterschied

Ein häufig zitiertes Bonmot lautet: „Die Zukunft ist immer spekulativ!“ Soll heißen: Es gibt keine Gewissheit über die Zukunft. Aber die Frage stellt sich dann: Wie umgehen mit Unsicherheit? Da entscheidet sich dann, ob ein Handeln spekulativ oder konservativ ist. Die „Grenzen“ verlaufen im Wesentlichen zwischen den Anlagezielen und dem Zeithorizont der Anlage:

Anlegen – oder synonym: Investieren – ist zunächst die Entscheidung für ein Finanzinstrument durch sorgfältiges und methodisches Prüfen der Chancen und Risiken, der Vor- und Nachteile und Wahrscheinlichkeiten von Gewinn und Verlust. Der Anlagehorizont ist eher längerfristig. Bevorzugt werden Aktien, Anleihen und Fonds. Das Vorgehen ist methodisch und langfristig geplant und wird möglichst planvoll umgesetzt.

Spekulation: Spekulieren ist spontaneres, Gelegenheiten suchendes Anlageverhalten mit kurz- bis mittelfristigen Anlagezielen. Die Anlageform spielt keine Rolle. Bevorzugt werden Finanzprodukte und -instrumente, die hohe Chancen, aber auch hohe Risiken in sich tragen. Gehebelte Produkte und komplexere Derivate finden sich häufig in spekulativen Portfolios.

Auf der Ebene des „Wertmanagements“ bewegen sich „Anleger“ und „Spekulanten“ zwischen maximalem Werterhalt und maximaler Wertmehrung. Der Unterschied liegt in der Risikoprämie: Je stärker die Wertmehrung im Vordergrund steht, desto höher ist die Risikoprämie, desto höher ist aber auch das Risiko für das Anlegervermögen.

Die Grenzen zwischen Anlegen und Spekulieren sind fließend. So kann auch Anlegen „spekulative“ Züge tragen: Wenn z. B. eine maximale Sicherheit suchende Anlagestrategie mit konservativen Anlage-Instrumenten wie festverzinslichen Wertpapieren unter Druck gerät, weil der Verlust aus Inflation die Rendite der Anlageform übersteigt, beginnt quasi automatisch die Suche nach Alternativen zu risikoreicheren Anlagen. So können also auch externe, jenseits der eigenen Portfolio-Strategie liegende Faktoren eine Veränderung des Anlageverhaltens auslösen und zur Wahl spekulativerer Anlage-Instrumente oder sogar spekulativer Strategien führen.

2.2 „Der größte Feind ist das eigene Ich“ – kurze Anlegerpsychologie

Medien, Gerüchte und Kurssprünge führen immer wieder dazu, dass finanzwirtschaftlich unbegründete Kursbewegungen stattfinden. Gerade die Forschung zum Einfluss der Medienberichterstattung auf die Akteure in Finanzmärkten zeigt, dass diese immer wieder Erwartungen, Hoffnungen und auch Panik auslöst und zu „irrationalen Übertreibungen“ führt.

Deshalb gilt kühle Reflexion statt „Tipps folgen“ und einzelnen Medienberichten glauben. Börsenprofis ziehen aus Medienberichten sogar Informationen darüber, wo demnächst mit Herdenverhalten zu rechnen ist, um auf diesen Trends kurzfristig zu surfen oder auch auf den Einbruch dieser Trends zu wetten. Statt Bauchgefühl, Intuition oder Glaube an eine „Serie“ sollte der Anleger folgende Grundregel immer berücksichtigen: „Plane den Trade und trade den Plan“ – denn nur durch planhaftes Handeln können der Einfluss von Emotionen und Bauchgefühl und damit Risiken minimiert werden.

Emotionen wie Vertrauen, Angst und Gier sind die größten Feinde des Anlegers. Emotionen lassen Sie Entscheidungen treffen, die nicht systematisch erarbeitet wurden und zu spontanen, nicht kalkuliertem Handeln führen. Typisch dafür ist „spekulativer Aberglaube“:

Ein Klassiker ist z. B. der sogenannte „Trugschluss des Spielers“-Effekt. Der funktioniert wie beim Roulette: Der Glaube, dass jetzt „Schwarz“ kommen muss, weil schon ganz lang nur „Rot“ kam – nun ist der Kurs schon so lange gefallen, jetzt muss er aber nach oben gehen.

Oder das Ellsberg-Paradoxon: Menschen neigen bei steigender Ungewissheit eher zu riskanteren Strategien.

Weitere Beispiele sind: Selbstüberschätzung aus Euphorie, Vogel-Strauß-Prinzip bei Fehlern, Trotzreaktion, wenn der Markt gegen die eigenen Annahmen läuft, Ungeduld, die dazu führt, dass immer zu früh aus einer Position ausgestiegen und in neue, vermeintlich vielversprechendere eingestiegen wird, aber sich nur die Transaktionskosten (Handelsgebühren) durch ständiges Kaufen und Verkaufen erhöhen.

Die Verhaltens- und Neurowissenschaften haben hier in den letzten Jahrzehnten aufgezeigt, wie stark der Einfluss von Emotionen und paradoxen Verhaltensmustern auf das Anlegerverhalten ist und wie verlustreich dies sein kann. Deshalb gilt: Nicht zulassen, dass Emotionen gerade in schwierigen Momenten – in denen z. B. der Kurs gegen die eigene Investment-These läuft – Oberhand gewinnen.

„Plane den Trade und trade den Plan“ bedeutet: Überlegen Sie, warum Sie investieren und wann Sie aus dem Investment aussteigen, weil die Bedingungen nicht mehr erfüllt sind, aufgrund derer Sie die Position eröffnet haben. Und wenn die Ausstiegsbedingungen erfüllt sind: planhaft handeln ... und nicht noch warten, ob man doch recht hat. Das ist übrigens eines der schwierigsten Eingeständnisse: Nicht recht gehabt zu haben, gesteht sich keiner gern ein. Aber dann die Position nicht schließen, kostet Geld. Umgekehrt gilt das auch: Aus Gier zu lange und über die eigene Investment-These hinaus in einer Position zu bleiben, ist ebenso falsch.

Insofern zeigt sich hier auch die grundsätzliche Wirkung einer Grundregel:

**Denken Sie nicht: Wie kann ich am meisten Gewinn machen?
Sondern: Wie kann ich Risiken minimieren?**

Langfristig ist das der beste Ansatz – wie viele empirische Untersuchungen zeigen. Auf dieser Idee baut auch einer der wichtigsten Ansätze der Geldanlage auf: Statt Gewinn-Maximierung dem Prinzip der Risiko-Diversifikation folgen – wir werden das Thema noch erörtern.

2.3 Ausgangspunkt: das „Magische Dreieck“ als Zielsystem

Im Folgenden werden deshalb die Grundlagen einer planvollen Geldanlage erläutert. Geldanlagen lassen sich nach drei Zielen beurteilen: Sicherheit, Rentabilität und Liquidität. Zwischen diesen Zielen kommt es zu Zielkonflikten:

- Rentabilität und Sicherheit: Weniger Risiko bedeutet in der Regel geringere Rendite – die Risikoprämie ist geringer.
- Verfügbarkeit und Rentabilität: Je liquider die Anlage, desto niedriger ist in der Regel die Rendite.
- Sicherheit und Verfügbarkeit: Sichere Anlagen sind in der Regel weniger liquide, lassen sich also nicht sofort verkaufen.

Um diese Zusammenhänge darzustellen, wird häufig das sogenannte „magische Dreieck der Vermögensanlage“ genutzt:



ABBILDUNG 1: MAGISCHES DREIECK DER VERMÖGENSANLAGE

In diesem Zielsystem bewegt sich die Geldanlage. Je nach Präferenz für die drei Oberziele ergeben sich unterschiedliche Strategien bis hin zur Wahl der geeigneten Anlage-Instrumente und -Produkte. Entsprechend Ihren Zielen sollten Sie Anlage-Entscheidungen treffen und entsprechend Ihr Portfolio gestalten.

2.4 Entwicklung einer Anlagestrategie

Die sicher von allen gewünschte Form der Kapitalanlage wäre maximale Rendite bei null Risiko und jederzeitiger Verfügbarkeit des eingesetzten Kapitals. Leider gibt es keinen Emittenten, der diese Merkmale in einem Finanzinstrument verbrieft hat – letztlich auch deshalb, weil das für den Emittenten nur Verlust bedeuten kann.

Eine bewusste Strategie bewegt sich in dem Zielsystem des „Magischen Dreiecks“:

- Sicherheit kann z. B. durch Streuung des Vermögens (Diversifizierung) erreicht werden – der maximale Erfolg bestünde im Erhalt des Vermögens, also zumindest in einer Rendite über der Inflationsrate. Das Maß für Sicherheit und Risiko ist die Schwankungsbreite des Finanzinstruments: Je stärker die Volatilität (Schwankungsbreite) eines Finanzinstruments in der Wertentwicklung ist, desto höher sind die Chancen – bei wachsenden Risiken. Dabei ist weniger die Schwankungsbreite der einzelnen Position, sondern die Schwankungsbreite des Portfolios der Maßstab. Hier gilt: Diversifizieren über Wertpapierformen, Länder, Branchen, Währungen ... nach der Maxime: Gleichzeitige Krisen in allen Branchen, Währungen, Ländern und Unternehmen sind unwahrscheinlich.
- Verfügbarkeit oder Liquidität: Der Umwandlungszeitraum von Anlage-Instrumenten in Bargeld oder Bankguthaben ist je nach Anlage-Instrument unterschiedlich. So sind z. B. Fondsanteile, Aktien und viele Derivate jederzeit „liquidierbar“, da sie börsentäglich gekauft bzw. verkauft werden können. Es gilt aber auch: Je liquider ein Anlage-Instrument ist, desto weniger Rendite bringt es. Nur ein kleiner Anteil des Vermögens sollte deshalb als Reserve in liquider Anlageform vorgehalten werden.
- Rentabilität ist der Ertrag aus Kursgewinnen, Dividenden oder Zinszahlungen. Für den Privatanleger relevant ist die Rendite nach Steuern – also der jährliche Ertrag. Es gilt: Hohe Renditen bedeuten meist hohes Risiko. Und Rendite ist nicht gleich Ertrag, weil Gewinne aus verschiedenen Anlage-Instrumenten unterschiedlich besteuert werden können.

Bevor Sie sich jedoch mit dem Aufbau eines Portfolios im Dreieck von Rendite, Sicherheit und Verfügbarkeit beschäftigen, ist zunächst das „rechte Maß“ im Sinne des Anlagevolumens zu klären: Wie viel Geld veranlasse ich? Bereits hier beginnt der bewusste Umgang mit Risiko. Wie viel Geld sollte im Rahmen der jeweiligen finanziellen Situation aus laufenden Einnahmen und vorhandenem Vermögen investiert werden, damit ein Verlust aus einer Wertpapier-Anlage nicht zu einem Vermögensrisiko wird?

Hier hat sich das sogenannte „Terrassenmodell der Geldanlage“ als praktisch erwiesen. Wenn eine Terrasse – z. B. im Reisanbau – mit Wasser vollgelaufen ist, dann fließt das Wasser auf die nächste Terrasse und steigert in dieser die

„Ernte“. Daraus ergibt sich folgende Bestimmung des Volumens für die Geldanlage:

TER- RASSE	ZIEL	ANLAGEFORM	VOLUMEN
1	Sicherung des laufenden Zahlungsverkehrs	Girokonto	bis zu 1 Monatseinkommen
2	Bildung einer Reserve (Liquiditätspolster) für kurzfristige größere Ausgaben (z. B. Reparaturen)	Sparbuch, Tagesgeld, Geldmarktfonds	bis zu 6 Monatseinkommen
3	Bildung einer Reserve für mittelfristige größere Ausgaben	Geldanlagen in Form von Bundesanleihen, Rentenfonds, offene Immobilienfonds	z. B. Gegenwert eines Neuwagens
4	langfristige Anlage zum Vermögensaufbau	Geldanlage in Form von Aktien, Aktienfonds, Immobilien, Lebens-/ Rentenversicherungen	das restliche Barvermögen

TABELLE 1: TERRASSENMODELL DER GELDLANLAGE

Ziel dieses Modells ist ein systematisches Geld- und Anlage-Management. Hier gilt: Handeln Sie nur mit Geld, was Ihnen nicht woanders fehlt – gerade wenn Sie glauben, eine „Gelegenheit“ zu sehen – allein schon, damit Sie nicht wieder aus einer Anlageform aussteigen müssen, weil Sie überraschend Liquidität für eine „überraschende“ Ausgabe oder Reparatur brauchen und deshalb mit Verlusten eine Position glattstellen müssen. Ferner verringern Sie Ihr Risiko, dass Verluste in der Geldanlage wirklich Ihre Bonität (Zahlungsfähigkeit) bedrohen.

2.5 Risikomanagement und Portfolio-Diversifikation

Mit dem Terrassen-Ansatz ist das Anlagevolumen rational bestimmbar und die Risiken für Ihre Zahlungsfähigkeit bzw. Ihr Vermögen sind eingrenzbar.

In der Folge sind die Erwartungen festzulegen hinsichtlich der Anlage: Prioritäten festlegen hinsichtlich Sicherheit, Liquidität und Ertrag. Daraus ergeben sich ein Sicherheitsprofil sowie Anlage-Instrumente und die Portfolio-Mischung. Wichtig ist, dass die Risiko-Typen sich auch in Ihrem Portfolio in verschiedenen Anlageformen abbilden, wenn das verfügbare Anlagevolumen den Aufbau eines gemischten Portfolios ermöglicht.

Ansonsten empfiehlt sich bei einem bewussten Umgang mit Risiko auch hier ein kaskadenartiges Vorgehen beim Aufbau eines Portfolios: Von Risiko-Typ „sicherheitsorientiert“ bis „spekulativ“ systematisch vorarbeiten – wenn also zunächst nur begrenzte Mittel zur Verfügung stehen, zunächst Sicherheit bevorzugen, wenn durch „Überlaufen“ weitere Mittel für die Geldanlage zur Verfügung stehen, weiter in die folgenden Anlageformen der Risiko-Typen investieren.

Unabhängig von diesen Details für die Feinsteuerung des Risiko-Rendite-Verhältnisses gilt aber auch hier: Ein einseitiges Portfolio, also hauptsächlich auf rein „spekulative“ Anlageformen aufbaut, ist hoch riskant. Insofern sollte der Anteil spekulativer Anlageformen im Portfolio-Mix zumindest ausgewogen und dessen Festlegung von der Frage geleitet sein, wie hoch der Vermögensschaden bei einem Totalverlust wäre und was dann noch übrig bleibt. Immerhin ist durch das Vorgehen nach Terrassen-Modell bereits das Risiko für den Erhalt der allgemeinen Bonität und der kurzfristigen Zahlungsfähigkeit minimiert.

Die Quirin Privatbank fokussiert in der Beratung im Wesentlichen auf folgende, nach Risiken unterschiedene Anlageklassen:

ANLAGE-KLASSEN	SPEZIFIKATION
Risikobehaftetere Anlagen	
Aktien	•Europäische Standard- und Nebenwerte •Deutsche Standard- und Nebenwerte •US-amerikanische Standard- und Nebenwerte •Standard- und Nebenwerte sonstiger Industrieländer •Standardwerte von Schwellenländern (Emerging Markets)
Rohstoffe	•Indirektes Investment in diverse Rohstoff-Klassen mittels Fonds und ETCs (Exchange Trade Commodities – börsen-gehandelte Wertpapiere)
Verzinsliche Wertpapiere	•Unternehmensanleihen •Währungsanleihen
Risikoärmere Anlagen	
Verzinsliche Wertpapiere	Staatsanleihen
Immobilien	Direktes und indirektes Immobilieninvestment (Fonds)

TABELLE 2: ANLAGEKLASSEN DER QUIRIN PRIVATBANK

2.6 Umsetzung der Anlagestrategie

Sind Sie sich über die Grundsätze ihrer Anlagestrategie im Klaren, stellt sich nur noch die Frage, wie sie diese Strategie in der Praxis umsetzen. Möchten Sie sich bei der Umsetzung der Hilfe Dritter bedienen, stehen Ihnen grundsätzlich zwei Wege zur Verfügung. Erstens, Sie lassen sich beraten und treffen auf Grundlage der Ihnen erteilten Empfehlungen die jeweiligen Anlageentscheidungen selbst (Anlageberatung), oder zweitens, Sie beauftragen einen Dritten die Anlageentscheidungen für Sie zu treffen (Vermögensverwaltung). Worum es sich bei diesen beiden Dienstleistungen genau handelt und welche speziellen Risiken sie jeweils haben, möchten wir Ihnen nachfolgend kurz erläutern:

Anlageberatung: Im Rahmen einer Anlageberatung empfiehlt Ihnen Ihr Berater bestimmte Wertpapiere, die er auf Basis der von Ihnen gemachten Angaben zu ihren finanziellen Verhältnissen, ihren Kenntnissen und Erfahrungen in Bezug auf bestimmte Vermögensanlagen und ihren Anlagezielen als für sie geeignet erachtet. Die Entscheidung, die empfohlenen Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern treffen Sie selbst. Nach Erwerb der Wertpapiere müssen Sie Entwicklung Ihres Depots selbst im Auge behalten. Für jede weitere Transaktion, sei es die Aufstockung oder Veräußerung eines Wertpapierbestands oder der Erwerb weiterer Wertpapiere können Sie jeweils eine Empfehlung Ihres Beraters einholen, eine Pflicht, Ihr Depot zu überwachen und von sich aus tätig zu werden, hat der Berater jedoch nicht.

Vermögensverwaltung: Die Vermögensverwaltung unterscheidet sich von der Anlageberatung im Hinblick auf die Befugnis zur Anlageentscheidung wesentlich. Im Rahmen der ihm übertragenen Dispositionsbefugnis trifft der Vermögensverwalter die Anlageentscheidungen eigenständig ohne den Kunden hierüber vorab zu informieren. Hierfür lässt sich der Vermögensverwalter von dem Kunden regelmäßig vertraglich vorab das Recht einräumen, nach eigenem Ermessen alle Maßnahmen zu treffen, die bei der Verwaltung des anvertrauten Kundenvermögens zweckmäßig erscheinen und ohne vorherige Kundenweisung über die Vermögenswerte zu verfügen. Mit dem Recht, über das Vermögen nach eigenem Ermessen zu verfügen gehen jedoch auch umfassende Pflichten des Verwalters zur Wahrung des Kundeninteresses einher. Um in der Lage zu sein, für den Kunden geeignete Anlageentscheidung zu treffen, wird er daher regelmäßig die Grundsätze der Vermögensverwaltung, also insbesondere die Frage, in welche Wertpapiere in welchem Umfang investiert werden darf, vorab mit dem Kunden in Form von Anlagerichtlinien festlegen. Der Vermögensverwalter hat im Rahmen seiner Anlageentscheidungen nicht nur die jeweiligen Wertpapiere sorgfältig auszuwählen, sondern anschließend sowohl das Depot des Kunden als auch die Märkte zu überwachen. Durch die fortlaufende Überwachung stellt der Verwalter sicher, dass die Anlageziele des Kunden im Rahmen der vereinbarten Anlagerichtlinien erreicht werden können, ohne letztendlich aber für die Herbeiführung eines wirtschaftlichen Erfolgs einzustehen.

Soweit in den Anlagerichtlinien nicht ausnahmsweise etwas anderes vereinbart ist, verfolgt der Vermögensverwalter regelmäßig eine längerfristige Anlagestrategie. Eine Vermögensverwaltung eignet sich daher regelmäßig nicht für Kunden, die ihr Geld nur kurzzeitig „parken“ möchten. Eine Vermögensverwaltung braucht Zeit. Geld, welches Sie einem Vermögensverwalter anvertrauen möchten, müssen Sie „übrig haben“. Nicht nur der Verwalter wird Sie, sondern auch Sie selbst sollten sich vorab fragen, welchen Betrag Sie auf absehbare Zeit nicht für notwendige Anschaffungen benötigen. Haben Sie auf diese Weise ihr finanzielles Polster ermittelt, können sie gemeinsam mit Ihrem Vermögensverwalter Ihr persönliches Anlageziel und den Weg der Zielerreichung definieren. Nur wenn Sie wissen was Sie wollen und was Sie von Ihrem Vermögensverwalter erwarten dürfen, können sie sich zurücklehnen und die Anlageentscheidungen letztendlich Ihrem Vermögensverwalter überlassen.

3. Basisrisiken: allgemeine Risiken von Finanzinstrumenten

Die Bewertung von Potenzialen einer Kapitalanlage ist verbunden mit der Bewertung von möglichen Gewinnen sowie möglichen Vermögensschäden (Vermögensverluste). Da es keine Sicherheit über einen Kursverlauf bzw. die Wertentwicklung einer Anlage gibt, ist die Kapitalanlage z. B. mit Wertpapieren immer mit dem Eingehen von Risiken verbunden.

Der Begriff des Risikos (griechisch: Gefahr, ursprünglich: Klippe, die es zu umschiffen gilt) wird in den verschiedenen Wissenschaften sehr unterschiedlich verwendet und definiert. Der „kleinste gemeinsame Nenner“ ist, dass der Begriff Risiko die Möglichkeit eines Schadens oder einer Gefahr durch das Eintreten eines Ereignisses bezeichnet. Der Begriff kennzeichnet also Handeln unter Unsicherheit.

Ein Risiko entsteht aus einer Entscheidung unter den Bedingungen von Unsicherheit, also z. B. aus einer Anlage-Entscheidung unter den Bedingungen einer nicht vorhersehbaren Kurs- oder Wertentwicklung. Die Folge kann ein finanzieller Schaden in Form von Vermögensverlust sein – z. B. durch die negative Wertentwicklung einer Kapitalanlage.

Es ist hier grundsätzlich bei den genannten Anlage- und Geschäftsarten zu unterscheiden zwischen begrenztem und unbegrenztem Risiko:

- **Begrenztes Risiko:** Ein begrenztes Risiko ist ein Schaden, der maximal im Verlust des eingesetzten Kapitals besteht.
- **Unbegrenztes Risiko:** Bei einigen Anlageformen besteht das Risiko, dass der Verlust über das eingesetzte Kapital hinausgehen kann. Es gibt Anlageformen, bei denen eine Nachschusspflicht besteht, die über ein Mehrfaches des Kaufpreises hinausgehen kann, wie z. B. bei Termingeschäften oder besonderen Derivaten.

Für den Kapitalanleger sind Basisrisiken von speziellen Risiken zu unterscheiden, die sich jeweils nur auf eine „spezielle“ Kapitalanlageform beziehen. Basisrisiken hingegen sind Risiken, die für alle Kapitalanlageformen gleichermaßen gelten.

Das wichtigste Risikomaß der Finanztheorie ist die Schwankungsbreite eines Wertes (Volatilität): Je größer die Volatilität (die Schwankung um einen Mittelwert), desto größer ist die Unsicherheit über den Kursverlauf und damit die Wertentwicklung einer Anlage. Ferner ist das Risikomaß „Beta“ von Bedeutung. Beta gibt das relative Risiko an im Sinne der Volatilität eines Wertes im Verhältnis zum Gesamtmarkt, wie z. B. die Volatilität eines Aktienwertes im Verhältnis zum DAX. Konjunktur-Risiken (Risiken aus wirtschaftlicher Entwicklung)

Der Begriff „Konjunktur-Risiko“ bezeichnet die Gefahr von Vermögensschäden durch den Einfluss der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Konjunkturentwicklung) auf die Kurs- und Wertentwicklung von Kapitalanlagen und damit auf die Vermögensentwicklung des Anlegers. Dieses Risiko besteht sowohl für den Realwert des Vermögens als auch für den realen Ertrag aus einer Kapitalanlage.

Die Konjunkturentwicklung verläuft in Zyklen von drei bis zu acht Jahren Dauer. Einzelne Länder können sich im Vergleich zueinander jeweils in unterschiedlichen Phasen befinden. Folgender idealtypische Ablauf von Konjunkturphasen lässt sich für die Entwicklung von Volkswirtschaften feststellen:

1. Ende einer Rezession bzw. Depression
2. Erholung und Aufschwung
3. Konjunkturboom und Wendepunkt
4. Abschwung mit der Folge einer Rezession bzw. Depression

Die Konjunkturphasen unterscheiden sich durch jeweils typische Wirtschaftsaktivitäten, die stets Auswirkungen auf die Kursentwicklung von Wertpapieren haben. Für den Anleger ist hier von Bedeutung, dass die gleiche Anlageformen in einer bestimmten Phase zu empfehlen ist, in einer anderen aber nicht, weil dann ein höheres Risiko bestehen kann. Bei der Wahl von Finanzinstrumenten spielt deshalb das Timing – die Wahl des Zeitpunkts – eine entscheidende Rolle für die Vermeidung von Verlustrisiken – dazu wird im Detail noch einmal in Kapitel 6 eingegangen.

Besonderen Einfluss auf die Kursentwicklung haben die Finanz- und Konjunkturpolitik. Durch diese können sich kurzfristig erhebliche Veränderungen der Kursentwicklung ergeben, die zur Revision der Anlage-Entscheidungen führen sollten, um Kursrisiken aus einer veränderten Konjunkturlage vorzubeugen.

Zur Vermeidung von Verlustrisiken sollten Anlagearten und Anlageländer regelmäßig nach konjunkturellen Gesichtspunkten analysiert und gegebenenfalls angepasst werden.

Inflationsrisiken

Ein Inflationsrisiko ist ein Kaufkraftisiko. Ein Inflationsrisiko birgt die Gefahr eines Vermögensschadens aus einer Geldentwertung, also dem Absinken der Kaufkraft als Folge einer allgemeinen Erhöhung der Güterpreise.

Eine wesentliche Orientierungsgröße für die Einschätzung von Inflationsrisiken auf das Anleger-Vermögen ist die Realverzinsung, also die Differenz zwischen Ertrag (Rendite) und Inflationsrate.

Inflationsrisiken gelten sowohl für Sach- als auch für Geldwerte: Es gibt keine historischen Belege dafür, dass die Anlage von Vermögen in Sachwerte wertbeständiger („sicherer“) ist als in Geldwerte. Phasen, in denen die Kapitalanlage in Sachwerte überlegen war, wechseln sich mit Phasen ab, in denen das Umgekehrte gilt.

Länderrisiken (Transferrisiko)

Ein Länderrisiko besteht in der Gefahr des Vermögensschadens als Folge fehlender Transferbereitschaft oder -fähigkeit eines ausländischen Schuldners zur fristgerechten Zins- und Tilgungsleistung. Es betrifft somit meist nicht nur das Einzelgeschäft bzw. die einzelne Anlageform, sondern gleichermaßen alle Anlageformen, die in dem jeweiligen Land möglich sind.

Gründe können z. B. Devisenmangel oder Transferbeschränkungen sein. Bei einem Wertpapier-Investment in Fremdwährung kann es dazu kommen, dass Ausschüttungen in der Landeswährung erfolgen, die z. B. durch Devisenbeschränkungen nicht konvertierbar ist.

Es lassen sich politische und wirtschaftliche Länderrisiken unterscheiden. Unter politischen Länderrisiken versteht man die politisch bedingte Zahlungs- und Transferunwilligkeit von Staaten z. B. in Folge von Streiks, Regierungswechseln, politischen Unruhen, außenpolitischen Konflikten etc. Unter einem wirtschaftlichen Länderrisiko versteht man das Risiko, dass öffentliche Haushalte oder Unternehmen ihre Verpflichtungen nicht mehr erfüllen, weil z. B. nicht genügend Währungsreserven verfügbar sind.

Politische oder soziale Ereignisse können auch kurzfristig Impulse mit signifikanten Wirkungen auf Kursverläufe von Kapital- und Devisenmärkten hervorbringen. Ereignisse dieser Art können sein: Revolutionen, Naturkatastrophen, Kriege, Wahlen, Wirtschaftsprogramme etc.

Währungsrisiko

Bei Fremdwährungsgeschäften hängt der Ertrag einer Anlageform nicht nur von der lokalen Wert- bzw. Kursentwicklung ab, sondern auch von der Entwicklung des jeweiligen Wechselkurses. Ein Währungsrisiko besteht bei auf fremde Währung lautenden Wertpapieren, wenn der Wert der Fremdwährung (Devisen- oder Wechselkurs) im Verhältnis zur Inlandswährung des Anlegers sinkt. So verlieren z. B. durch Aufwertung des Euros bzw. Abwertung fremder Währungen auch die in Euro notierten Finanzinstrumente ausländischer Emittenten an Wert. Das Währungsrisiko besteht somit nicht nur z. B. für in Fremdwährung angelegte Tages- oder Termingelder, sondern auch für Wertpapiere ausländischer öffentlicher Körperschaften (z. B. Staatsanleihen) oder Unternehmen (Aktien etc.), die nicht dem Euro-Raum angehören, aber an im Euro-Raum befindlichen Börsen gehandelt werden.

Signifikante Risiken durch Wechselkurs-Veränderung entstehen häufig im Rahmen von Finanz- und Wirtschaftskrisen. Die Wechselkurs-Entwicklung wird beeinflusst durch Faktoren wie Inflation, Produktivitätsentwicklung, Währungsreserven, die Entwicklung der Außenhandelsbilanz etc. des jeweiligen Landes. Diese Faktoren wirken auf das Angebots- und Nachfrageverhalten der Marktteure an den Devisenmärkten ein und bestimmen so die Wechselkursentwicklung.

Liquiditätsrisiko

Liquide Finanzinstrumente sind Anlage-Instrumente, für die grundsätzlich immer ausreichend Angebot und Nachfrage

existiert, sodass deren Kauf oder Verkauf jederzeit möglich ist. Bei Titeln kleiner Gesellschaften, strukturierten Produkten, sogenannten alternativen Anlagen etc. kann jedoch der Markt wegen des geringen Handelsvolumens temporär „nicht liquide“ sein, sodass der Verkauf möglicherweise nicht zum gewünschten Zeitpunkt erfolgen kann. Hier besteht also das Risiko, dass ein Ausstieg aus einer Position nicht zum gewünschten Zeitpunkt möglich ist und ein Verlust nicht frühzeitig realisiert werden kann, um höhere Verluste zu vermeiden.

Steuerliche und rechtliche Risiken

Kapitalerträge sind einkommensteuerpflichtig. Das Risiko besteht also hier in den sich ändernden und auch unterschiedlichen Behandlungen von Wertpapier-Erträgen. Insofern ist für den Anleger nicht der Brutto-, sondern der Nettoertrag – also der Ertrag nach Steuerabzug – die relevante Größe.

Für Anleger entstehen rechtliche Risiken beispielsweise aus Gesetzesänderungen wie z. B. Veränderungen im Bereich der Offenlegungspflichten, der veränderten steuerrechtlichen Situation hinsichtlich Besteuerung von Erträgen aus Geldanlagen, der Veränderung oder Einführung von Spekulationsfristen, möglicher Doppelbesteuerung etc.

In jedem Falle ist zur Abschätzung steuerlicher und rechtlicher Risiken im Sinne Ihres Risikos für das Anlagevermögen der Steuerberater zu konsultieren.

Risiko kreditfinanzierter Wertpapierkäufe

Der Anleger kann durch die Beleihung seines Wertpapierdepots seine finanzielle Handlungsfähigkeit durch zusätzliche Liquidität bewahren oder ausbauen.

Das Risiko eines Vermögensschadens bei der Beleihung eines Wertpapierdepots entsteht bei Wertverlust des Depots durch Kursentwicklungen: Wenn der Anleger überrascht wird von einer seiner Markteinschätzung entgegenlaufenden Kursentwicklung, besteht das Risiko, dass der Beleihungsrahmen des Depots überschritten wird. Die Bank kann dann zusätzliche Sicherheiten fordern. Kann der Anleger die zusätzliche Besicherung nicht leisten, hat die Bank die Berechtigung, Vermögensgegenstände des Depots zu veräußern.

Zur Minderung des Risikos sollte der Beleihungswert nicht größer als 30 % des Depotwertes sein.

Zinsrisiko

Veränderungen des Zinsniveaus an Geld- und Kapitalmärkten üben unmittelbaren Einfluss auf Börsennotierungen von Wertpapieren aus: Steigende Zinsen bewirken in der Regel sinkende Kurse, fallende Zinsen in der Regel Kursanstieg. Das Zinsrisiko wirkt sich unterschiedlich auf die verschiedenen Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen aus und wird deshalb in den folgenden Ausführungen als spezielles Risiko detaillierter erläutert.

Volatilität (Kursrisiko)

Das Kursrisiko besteht in der durch Auf- und Abwärtsbewegung von Kursen von Wertpapieren verursachten Veränderung der Wertentwicklung eines Investments.

Kurse von Wertpapieren unterliegen Schwankungen im Zeitverlauf. Das Maß für die Schwankungsbreite ist die Volatilität – wie erläutert: eine Kennzahl für Kursrisiken. Je höher diese ist, desto stärker bewegt sich der Kurs eines Wertpapiers um einen Mittelwert nach unten und oben. Umso höher sind dann sowohl Gewinnchancen als auch Verlustrisiken.

Für den Anleger bestehen also die Risiken bei steigender Volatilität in großen „Kurssprüngen“ und damit in stärkeren Wertveränderungen des Investments. Ferner könnte bei einigen Anlageformen auch ein Risiko entstehen durch eine Nachschusspflicht (Margin Call) und die daraus folgende Notwendigkeit und Bindung zusätzlichen Kapitals: Bei Verpflichtungsgeschäften wie z. B. Termingeschäften kann die Erhöhung einer Besicherung (Margin) durch eine Nachschusszahlung (Variation Margin) notwendig werden.

Einfluss von Nebenkosten auf die Gewinnerwartung

Kreditinstitute berechnen ihren Kunden Provisionen beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Die Konditionengestaltung ist unterschiedlich – in der Regel werden aber Transaktionskosten und Provisionen berechnet.

Hinzukommen können auch Gebühren, z. B. für die Depotführung, oder auch laufende Kosten, z. B. bei Investmentfonds-Anteilen in Form von Management-Gebühren und Ähnlichem.

Insgesamt gilt: Je höher die Nebenkosten, desto höher müssen die Gewinne der Anlage sein, damit auch der Anleger einen Ertrag erzielen kann.

4. Spezielle Risiken „klassischer“ Wertpapier-Anlagen

Im folgenden Kapitel finden Sie Informationen zu Anlagerisiken und Anlagechancen von folgenden Anlage-Instrumenten:

- Verzinsliche Wertpapiere (im Wesentlichen: Anleihen)
- Aktien und Genussscheine
- Zertifikate
- Fonds
- Optionen und Futures (Derivate)

4.1 Verzinsliche Wertpapiere

a) Was sind verzinsliche Wertpapiere?

„Verzinsliche Wertpapiere“ ist der Sammelbegriff für alle zinstragenden und zinsbringenden Wertpapiere wie Anleihen, Indexanleihen, Bonds, Pfandbriefe und Wandelanleihen, die den Emittenten (Schuldner) als langfristige Fremdfinanzierung bzw. den Anlegern (Gläubigern) als langfristige Kapitalanlage dienen.

Verzinsliche Wertpapiere sind Schuldverschreibungen. Der Käufer eines verzinslichen Wertpapiers erhält für die Überlassung einer Geldsumme eine Gegenleistung in Form eines urkundlich verbrieften Zinses, der meistens jährlich gezahlt wird. Der Kapitalbetrag selbst wird nach Ende der Laufzeit (des Schuldverhältnisses) in Höhe des Nennwertes zurückgezahlt. Die vereinbarten Bedingungen umfassen also Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Tilgungsmodus, Rückzahlungsbedingungen, Garantien etc. Auch festverzinsliche Wertpapiere können variable Vergütungskomponenten enthalten.

Herausgeber (Emittent) von Anleihen sind im Wesentlichen Banken, öffentlich-rechtliche in- und ausländische Körperschaften (z. B. Länder, Bund, Bundesländer, Gemeinden) und in- und ausländische Unternehmen (Corporate Bonds).

Hinsichtlich der Laufzeit werden Anleihen unterschieden in

- kurzfristige Anleihen mit bis zu 4 Jahren Laufzeit,
- mittelfristige Anleihen mit bis zu 8 Jahren Laufzeit,
- langfristige Anleihen mit über 8 Jahren Laufzeit.

Die Zinsen verändern sich in Abhängigkeit zur Laufzeit. Die sich daraus ergebende Zinsstruktur- bzw. Renditekurve ist zunächst eine steigende, da die kurzfristigen Zinsen im Normalfall niedriger sind als die langfristigen. Die Kurve flacht dann im Zeitverlauf ab.

Die Zinsstrukturkurve gibt Auskunft über die Wirtschaftsverfassung einer Volkswirtschaft: Bei Schrumpfung der Wirtschaftstätigkeit mit hoher Arbeitslosigkeit zeigt die Kurve einen steileren Verlauf; bei sich erholender Konjunktur verläuft

die Kurve flacher. Bei einem Boom kann es zu einer weiteren Abflachung bzw. sogar zu einem inversen Verlauf kommen.

Die Verzinsung des Nennwertes der verzinslichen Wertpapiere wird in den jeweiligen Anlagebedingungen geregelt. Entsprechend der unterschiedlichen Zinsgestaltung lassen sich folgende Typen unterscheiden:

- **Klassische festverzinsliche Anleihen:** Sog. Festzins-Anleihen (Straight Bonds) sind mit einem festen, über die Laufzeit gleichbleibenden Nominalzins ausgestattet. Der Zins wird z. B. in den USA halbjährlich gezahlt – in Deutschland in der Regel jährlich.
- **Anleihen mit variablen Zinssätzen:** auch „Floating Rate Notes“ oder – kurz – „Floater“ genannte Anleihen, die nicht mit festen, sondern mit variablen Zinsen je Zinsperiode ausgestattet sind. Am Ende einer Zinsperiode zahlt der Emittent die Zinsen und gibt den Zinssatz für die nächste Zinsperiode bekannt.

Der Nominalzinssatz wird zwar den Geldmarktzinssätzen angepasst – in der Regel ist der variable Zinssatz des Emittenten aber mit einem Zu- oder Abschlag (Spread) zum Nominalzinssatz versehen. Die Höhe des Spreads richtet sich nach der Marktverfassung und der Emittenten-Bonität.

- **„Floating Rate Notes“-Sonderformen:** Die Ausstattung von variabel verzinslichen Anlagen kann sehr unterschiedlich sein. Es werden insgesamt aber zwei Grundmodelle unterschieden:
- **Floor Floater:** Variabel verzinsliche Anleihen mit der Angabe einer Mindestverzinsung für den Fall, dass der Referenzzinssatz plus des Spreads eine Mindestmarke unterschreitet – in diesem Falle wird eine Zinszahlung i. H. d. Mindestsatzes geleistet.
- **Cap Floater:** variabel verzinsliche Anleihen mit Angabe einer Höchstverzinsung für den Fall, dass der Referenzzinssatz plus des Spreads eine Höchstmarke überschreitet – in diesem Falle wird eine Zinszahlung i. H. d. Höchstsatzes geleistet.
- **Zero-Bonds:** auch als Nullkupon-Anleihen bezeichnet, bei denen vor Fälligkeit statt periodischer Zinszahlung die Differenz zwischen Kaufpreis und Rückzahlungskurs gezahlt wird oder der Tilgungserlös bei Fälligkeit.

b) Markt und Handel

Handelbar sind die meisten Anleihen mittlerweile im börslichen und außerbörslichen Handel. Handelbare Anleihen werden z. B. am Rentenmarkt zum jeweils aktuellen Kurs gehandelt, Anleihen werden aber nicht zwingend über die Börse gehandelt.

Auch die Kursfeststellung erfolgt unterschiedlich. So werden z. B. manche Anleihen nach ihrer Rendite gehandelt (z. B. Staatsanleihen einiger Länder), andere nach Kursen. So können z. B. Bundesanleihen börsentäglich zu einem amtlichen Kurs gekauft und verkauft werden.

Eine Sonderform sind Anleihen mit Optionsrechten wie z. B. die Wandelschuldanleihen oder Aktienanleihen (Equity Bonds), bei denen der Käufer (Gläubiger) das Recht auf Wandel der Anleihe in Aktien des Emittenten erwirbt.

c) Ertragschancen

Erträge mit verzinslichen Wertpapieren entstehen durch die Verzinsung des zur Verfügung gestellten Kapitals sowie – vor dem verbrieften Rückzahlungstermin – durch die Differenz zwischen Kauf- und Verkaufspreis oder – bei stichtagsbezogener Fälligkeit – als Differenz von Ausgabe- und Rücknahmepreis.

Fest verzinsten Anleihen geben dem Anleger die Garantie auf jährliche Verzinsung. Hingegen orientieren sich Anleihen mit variabler Verzinsung an Referenzzinssätzen. Grundsätzlich gilt aber: Eine höhere Rendite ist die Verzinsung eines höheren Bonitätsrisikos.

Und insgesamt gilt in der Regel auch: Je mehr sich die Haltedauer dem Fälligkeitsdatum annähert, desto höhere Erträge werden erzielt. Jedoch ist „hoch“ meist relativ: Viele empirische Studien weisen darauf hin, dass selbst bei maximaler Haltedauer von z. B. Staatsanleihen die Erträge aus dieser Anlage nur leicht über dem allgemeinen Zinssatz von Festgeld liegen.

Hinsichtlich der Wahl der Anleiheform lässt sich in der Regel folgender Zusammenhang beobachten: Je niedriger die Zinsen verzinslicher Wertpapiere sind, desto attraktiver ist die Aktienanleihe und umgekehrt.

d) Spezifische Risiken von verzinslichen Wertpapieren

Emittentenrisiko/Bonitätsrisiko: Bei verzinslichen Wertpapieren besteht die Gefahr der Zahlungsunfähigkeit oder Illiquidität des Schuldners. Eine fortlaufend gute Bonität sichert die Erfüllung der vertraglichen Pflichten des Schuldners gegenüber dem Anleger (Gläubiger) in Form von Zins- und Tilgungszahlung.

Grundsätzlich gilt hier: Je länger die Restlaufzeit ist, desto höher ist das Bonitätsrisiko. Als geringer oder kaum riskant sind Eurobonds oder Bundesanleihen einzustufen, wenngleich die Renditen auch entsprechend geringer sind. Je schlechter die Bonität eines Emittenten ist, desto höher ist das Bonitätsrisiko, aber auch die Rendite.

Anleihen werden von Rating-Agenturen nach Risiko-Klassen eingestuft, sodass hier die Risiken relativ transparent und für den Anleger ersichtlich sind. Anleihen z. B. von Euro-Staaten

sind als relativ sicher einzustufen. Junk-Bonds („Ramsch-Anleihen“) hingegen sind Hochzinsanleihen mit hohem Risiko, weil sie meist von hoch verschuldeten Unternehmen oder Staaten herausgegeben werden. Hier besteht das Risiko der Insolvenz vor stichtagsbezogenem Rückkauf.

Inflationsrisiko/Geldwertrisiko: Hier entsteht das Risiko durch das Verhältnis der stichtagsbezogenen Schluss- bzw. Rückzahlung im Verhältnis zur Kaufkraft des Nennwertes (der „geliehenen“ Summe). Inflationsgebundene Anleihen hingegen passen die Zinszahlung an den Preisindex an. Wenn aber die Besteuerungsrisiken hinzuge rechnet werden, kann – besonders bei hoher Inflationsrate – die Realrendite nach Steuern sogar negativ sein.

Währungsrisiko bei Fremdwährungsanleihen: Anleger sind generell einem Währungsrisiko bei Wertpapier-Käufen außerhalb des Euro-Raums ausgesetzt, da die Kursfeststellung – selbst wenn diese Papiere an einer Börse im Euro-Raum gehandelt werden – immer an die Fremdwährung rückgebunden ist. Hier können sich die Risiken durch die Entwicklung der Wechselkurse der Fremdwährung ergeben.

Zinsänderungsrisiko/Markt- bzw. Kursrisiko: Eines der zentralen Risiken von verzinslichen Wertpapieren ist das Zinsänderungsrisiko: Wenn z. B. der Zentralbank-Leitzinssatz gesenkt wird, steigen die Kurse für Rentenfonds. Bei Erhöhung von Zentralbank-Zinssätzen passiert das Gegenteil. Wenn also vor Stichtag verkauft wird, kann der amtliche Kurs an der Börse unter dem Ausgabe- oder Kaufpreis liegen.

Die Kursbildung verzinslicher Wertpapiere entwickelt sich durch Angebot und Nachfrage. Diese richtet sich nach dem Nominalzins der Anleihe (angegebener Zinssatz der Anleihe) im Verhältnis zum jeweiligen Marktzinssatz, also dem Zinsniveau am Geld- und Kapitalmarkt. Entsprechend der Veränderung des Marktzinsniveaus gegenüber dem Zinsniveau des Emissionszeitpunkts in der Laufzeit des verzinslichen Wertpapiers kann es zu erheblichen Kursabweichungen gegenüber dem Kurs zum Zeitpunkt der Emission kommen.

Besonders vor Zinsentscheidungen von Notenbanken oder vor Veröffentlichungen von Konjunkturprognosen kommt es häufig zu Veränderungen der Kurse festverzinslicher Wertpapiere. Die Restlaufzeit und die Höhe des Nominalzinssatzes hingegen beeinflussen die Stärke des Kursausschlags.

Besteuerungsrisiko: Die Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen könnte sich in der Laufzeit ändern, z. B. durch die Einführung neuer Steuerarten oder durch die Anhebung von Steuersätzen.

Risiken bei Anleihen mit variablem Zinssatz: Im Unterschied zu festverzinslichen Wertpapieren liegt das Risiko variabel verzinslicher Wertpapiere im unsicheren Zinsertrag, der zum Kaufzeitpunkt nicht festgestellt werden kann. Damit sind variabel verzinsliche Wertpapiere auch schwer vergleichbar in ihrer Rentabilität z. B. zu festverzinslichen Wertpapieren.

Spezifische Risiken von Wandelanleihen: Die Kursentwicklung einer Wandelanleihe richtet sich wesentlich nach der zu Grunde liegenden Aktie. Damit ist das Risiko im Vergleich zu einer Anleihe ohne Wandlungsrecht höher, aber niedriger als im Vergleich zur Direktanlage in die jeweilige Aktie, weil durch die Verzinsung der Anleihe das Kursrisiko nach unten begrenzt ist.

Spezifische Risiken von Optionsanleihen: Auch die Kursentwicklung der Optionsanleihe folgt grundsätzlich der zu Grunde liegenden Aktie. Und durch die Verzinsung der Anleihe ist auch hier das Kursrisiko nach unten begrenzt.

Spezifische Risiken von Aktienanleihen: Zwar erhalten Anleger bei einer Anlage in Aktienanleihen regelmäßige Zinserträge. Am Fälligkeitstag ergeben sich jedoch zwei Optionen:

- Der Preis liegt oberhalb der Andienungsschwelle oder ist identisch: Der Anleger erhält den Nennwert der Anleihe gezahlt.
- Der Preis liegt unterhalb der Andienungsschwelle: Der Emittent liefert die Aktie.

Insgesamt lässt sich festhalten: In der Regel schwankt der Kurs der Aktienanleihe stärker als der einer Standardanleihe.

e) Strategische Möglichkeiten für die Vermögensentwicklung

Die Höhe der Zinsen, zu denen Schuldner wie Staaten und Unternehmen das Geld leihen können, drückt die Risikoerwartung der Käufer (Gläubiger) hinsichtlich der zukünftigen Zahlungsfähigkeit des Emittenten aus. So drücken die unterschiedlichen Zinsen im Vergleich zwischen Staatsanleihen verschiedener Länder die unterschiedlichen Markterwartungen an die zukünftige Zahlungsfähigkeit dieser Länder aus. Grundsätzlich gilt für Staatsanleihen zunächst: Je länger die Laufzeit, desto höher sind die Zinsen, die Schuldner ihren Gläubigern für das mit der Laufzeit steigende Risiko bieten müssen.

Werden steigende Zinsen erwartet, investieren Marktteilnehmer häufiger in „Kurzläufer“. Bei der Erwartung fallender Zinsen hingegen werden langlaufende Anleihen mit höheren Zinsen bevorzugt.

Bei Emittenten mit geringem Ausfallrisiko gilt i. d. R.: In einem schlechten wirtschaftlichen Umfeld sind die Zinsen bei Anleihen niedrig. Erst wenn die wirtschaftliche Situation sich bessert, steigen die Zinsen und die Anlage in Anleihen wird attraktiver. Hingegen befinden sich in diesen Phasen Aktienmärkte in der Regel gerade in einer Aufwärtsbewegung, sodass hier das Investment in Aktien mehr Ertrag bringen kann als das Investment in Anleihen.

4.2 Aktien und aktienähnliche Wertpapiere (Genussscheine)

a) Was sind Aktien und aktienähnliche Wertpapiere?

Aktien sind Anteils- bzw. Teilhaberpapiere und verbriefen die Beteiligung an Unternehmen in Form von Kapitalgesellschaften, also: Aktiengesellschaften. Ein Aktionär ist damit Teilhaber am Aktienkapital und auch Mitinhaber des Gesellschaftsvermögens und so direkt am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beteiligt.

Aktien sind an der Börse handelbare Wertpapiere. Zwei Ertragsformen können mit Aktien erzielt werden: Dividende und Wertesteigerung durch Kursgewinn.

Inhaberaktien

Der größte Teil der in Deutschland umlaufenden Aktien sind Inhaberaktien. Der Grund ist, dass sie leicht handelbar sind: Sie sind leicht übertragbar, denn der Aktionär muss nicht in das Aktienregister eingetragen werden, um seine Rechte auszuüben. Der Inhaber von Inhaberaktien bleibt also der Gesellschaft grundsätzlich unbekannt. Inhaberaktien können so ohne besondere Formalitäten übertragen werden.

Wesentliche Rechte des Inhabers sind:

- Stimm- und Auskunftsrechte auf der Hauptversammlung
- Dividendenanspruch
- Recht auf anteilmäßigen Erlös aus Liquidation
- Bezugsrechte auf „junge“ Aktien im Falle der Kapitalerhöhung: Der (Alt-)Aktionär hat Anrecht auf den Bezug neuer Aktien bei Kapitalerhöhung, damit sein Anteilsverhältnis nicht „verwässert“ wird.

Namensaktie

Wenn der Inhaber einer Namensaktie seine Rechte geltend machen möchte, muss er in das Aktienregister der Aktiengesellschaft eingetragen sein und wird so als Aktionär anerkannt. Ist er namentlich nicht eingetragen, verliert er sein Stimmrecht. Hingegen ist die Zahlung der Dividende unabhängig von der Eintragung in das Aktienregister.

Vorzugsaktien

Inhaber von Vorzugsaktien genießen gegenüber Inhabern von Stammaktien Vorrechte im Bezug auf Dividende, Bezugsrechte und Liquidationserlös. Häufig schließen Vorzugsaktien aber das Stimmrecht aus. Vorzugsaktien können als Inhaber- oder Namensaktie geführt werden.

Eine besondere Form der Vorzugsaktie ist die Stimmrechtsaktie, die bei vergleichbarem Nennwert gegenüber anderen Aktien der Gesellschaft mit einem höheren Stimmrecht ausgestattet ist.

Stammaktie

Die Stammaktie ist der Normaltyp der Aktie im Sinne des Aktiengesetzes und der satzungsmäßigen Rechte. So bietet also die Stammaktie – im Gegensatz zur Vorzugsaktie – Stimmrecht in der Hauptversammlung der Aktionäre. Auch die Stammaktie kann als Inhaber- oder Namensaktie geführt werden.

Genussscheine (aktienähnliche Wertpapiere)

Genussscheine sind eine Mischung aus Aktie und Anleihe. Sie verbriefen meist den „Genuss“ einer jährlichen Ausschüttung aus dem Bilanzgewinn des Emittenten oder eine festgelegte Ausschüttung oder Options- und Wandelrechte (das Recht auf Wandlung in Aktien).

Im Gegensatz zur Aktie werden aber nicht Teilhaber-, sondern „nur“ Gläubigerrechte mit fester und unbegrenzter Laufzeit verbrieft. Insofern hat der Inhaber von Genussscheinen weder Stimmrecht noch sonstige Mitwirkungsrechte.

Genussscheine sind nur aktienähnliche Wertpapiere der Gesellschaften. Als solche werden sie auch in der Regel – meist als Inhaberpapiere – fortlaufend börsentäglich gehandelt.

b) Markt und Handel

Aktien und aktienähnliche Wertpapiere werden in den meisten Fällen täglich an Aktien- bzw. Wertpapierbörsen gehandelt. Die Abwicklung von Lieferung und Zahlung unterliegt grundsätzlich der Regulierung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin – auch „Bankenaufsicht“) genannt), kann aber auch – je nach Börsenplatz – regional unterschiedliche Usancen aufweisen.

Kauf oder Verkauf sind in Deutschland im börslichen und außerbörslichen Handel möglich. Über diesen kann der Privat Anleger via Direkt-Broker oder die Haus- bzw. eine Direktbank Wertpapiere handeln.

c) Ertragsmöglichkeiten mit Aktien und Genussscheinen

Allgemein orientiert sich der Aktienkurs am Trend der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens sowie auch an den Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen, die sich nicht zwingend auch unmittelbar auf das Unternehmen direkt auswirken müssen. Erträge mit Aktien lassen sich in zwei wesentlichen Formen erzielen:

- Dividende: Auf Beschluss der Hauptversammlung wird der Gewinn des Unternehmens anteilig ausgeschüttet. Die Dividende wird in Prozent des Nominalwertes oder als absoluter Betrag pro Aktie ausgezahlt.
- Erlöse aus Kursgewinnen: Erträge aus dem Investment in Aktien erfolgen in der Regel aus der Kursentwicklung.

Genussscheine bieten die gleichen vermögenswirksamen Chancen wie Aktien: Ausschüttungs- und Kursgewinne. Kursgewinne können erzielt werden im Wesentlichen

- durch eine positive Kursdifferenz, die zwischen Emission und Endfälligkeit entsteht,
- oder wenn im Börsenhandel ein höherer Preis als der eigene Kaufkurs erzielt werden kann.

Bei der Direktanlage in Unternehmen mittels Aktien empfiehlt sich zunächst die Risiko-Diversifizierung durch Investment in Unternehmen aus mehreren und verschiedenen Branchen. Hier ist besonders zu beachten, dass es Zyklen gibt: Früh- und Spätzyklischer – im Kapitel 6 dieser Publikation wird das Thema noch einmal behandelt. Ferner ist die geografische Diversifizierung eine weitere Möglichkeit, Risiken aus einseitigen Schwerpunkten zu mindern.

Die Quirin Privatbank empfiehlt im Wesentlichen den Handel mit folgenden Werten:

- Deutsche Standardwerte: Der DAX (Deutsche Aktienindex, genauer: DAX-30) beinhaltet die 30 größten und umsatzstärksten deutschen Unternehmen (auch Blue Chips genannt).
- Deutsche Nebenwerte: Mittelgroße und kleine Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland werden als „Deutsche Nebenwerte“ bezeichnet. Nebenwerte starten nach Krisen schneller durch, weil kleinere Unternehmen schneller auf Veränderungen des Umfelds reagieren können wegen flexibleren Strukturen. Notiert werden diese Unternehmen im
 - TecDAX: die 30 größten deutschen Technologiewerte
 - MDAX: die 50 größten deutschen Werte aus den klassischen Branchen nach den DAX-30-Werten
 - SDAX: Die 50 größten deutschen Werte aus den klassischen Branchen nach den DAX-30- und MDAX- Werten.
- Europa Standardwerte: Analog zum DAX-30 umfasst der EURO STOXX 50 die 50 umsatzmäßig größten Unternehmen der EURO-Zone. Im Gegensatz dazu notiert der STOXX 50 die 50 größten Unternehmen Europas innerhalb und außerhalb der EURO-Zone.
- Europa Nebenwerte: Die nicht im EURO STOXX 50 notierten, kleineren europäischen Unternehmen werden z. B. im MSCI Europe Small Cap oder im SMID 300 zusammengefasst.
- Amerikanische Standardwerte: Die 30 größten US-Unternehmen werden im Dow Jones (DJ Industrial Average) notiert. Die amerikanischen Technologieunternehmen notieren im Nasdaq Composite.
- Werte sonstiger Industrieländer: Hier sind besonders von Bedeutung die im-Nikkei notierten Unternehmen (die 225 größten japanischen Unternehmen) sowie die Unternehmen der Indizes z. B. von Großbritannien und Frankreich oder auch Australien und Kanada.

- Werte von Schwellenländern (sog. „Emerging Markets“ – die aufstrebenden Wachstumsmärkte): Insbesondere die Werte aus den Indizes der Schwellenländer können hohe Kursgewinne ermöglichen – als Schwellenländer werden Länder Asiens, Lateinamerikas und Osteuropas sowie des Nahen Ostens und Afrikas bezeichnet, deren Entwicklungsindikatoren einen Aufstieg in den Kreis der sogenannten entwickelten Länder anzeigen.

Als Index für Werte aus Schwellenländern bietet sich der MSCI Emerging Markets an oder der MSCI BRIC mit den größten Unternehmen Brasiliens, Russlands, Indiens und Chinas.

Chinas größte Unternehmen notieren im Hang Seng Index, der die 45 größten Unternehmen von Hongkong und China zusammenfasst. Ferner können auch Russlands RTS (mit den 50 größten Unternehmen Russlands) oder Brasiliens Bovespa Index (mit den 57 größten Unternehmen Brasiliens) zur Aktienauswahl herangezogen werden.

d) Risiken von Aktien

Kurs- bzw. Marktrisiken

Neben den Länder- und Transfer- sowie den Währungsrisiken bei ausländischen Aktien bestehen die Risiken der Geldanlage in Aktien besonders im Kurs- und Marktrisiko. Die Preisbildung bei Aktien kann in starkem Maße rationaler Kalkulation unzugänglich sein, da die Psychologie der Marktteilnehmer bei der Flut von Informationen zu erheblichen Interpretationsunterschieden führt. Diese führen wiederum zu mehr oder weniger objektiven Anlage-Entscheidungen.

Insofern zeichnet sich die Kursentwicklung von Aktien durch Aufwärtsbewegungen unterschiedlicher Dauer und Stärke aus, die nicht zwingend einen festen Zusammenhang z. B. mit der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens aufweisen müssen. So kann sich z. B. der Kurs einer Aktie im Rahmen der Entwicklung des Gesamtmarktes verändern, ohne dass sich die wirtschaftliche Situation des Unternehmens geändert hat.

Dieses Risiko lässt sich auch nicht durch Portfolio-Diversifikation reduzieren: Durch eine breitere Streuung der Aktien innerhalb eines Marktes oder einer Branche wird der Markt umso exakter abgebildet und somit auch die Indexentwicklung, sodass sich hier noch stärker die Bewegung des Gesamtmarktes in der Wertentwicklung des Depots abbildet.

Zinsänderungsrisiko

Aktien können mit Verzögerung auf eine Veränderung des Marktzinsniveaus reagieren: Steigende Zinsen können zu fallenden Aktienkursen führen und umgekehrt.

Liquiditäts- oder Bonitätsrisiko

Im Extremfall, d.h. bei Insolvenz des Unternehmens, kann ein Aktieninvestment einen vollständigen Verlust des Anlagebetrages bedeuten.

Im Handel von Aktien der großen deutschen Indizes ist ein Liquiditätsrisiko oder Bonitätsrisiko in der Regel vernachlässigbar.

Risiko der Kursprognose

Das Risiko der Preisänderung von Aktien lässt sich nur schwer einschätzen. Zwei Ansätze werden im Wesentlichen für die Einschätzung genutzt:

- Die technische Analyse: Die Kurs- bzw. Trendprognose findet – häufig auch mit visuellen Mitteln wie Unterstützungslinien, Trendkanälen etc. – auf der Basis von Vergangenheitsdaten (historischen Kursen) statt. Die Grundannahme ist, dass der Aktien-„Preis“ alle Fundamentaldaten sowie psychologische und politische Faktoren beinhaltet.
- Die Fundamentaldaten-Analyse: Die Kurs- bzw. Trendprognose findet auf der Basis von quantitativen und qualitativen Daten der Wirtschaft, der Branche und des Unternehmens statt.

Bei der Auswahl von Aktien nach der Fundamentaldaten-Analyse ist die Logik deduktiv: vom Allgemeinen ins Besondere. Für die Aktienanalyse bedeutet dies die Analyse in folgender Reihenfolge:

- Gesamtwirtschaftliche Analyse: ermöglicht eine Trendprognose für die großen Aktienindizes wie den DAX oder den DOW Jones.
- Finanzmarkt-Analyse: Der DAX ist in gewisser Hinsicht der Leitwert, dessen Trend sich auch die Einzelwerte und Nebenwerte-Indizes meist nicht entziehen können. Dennoch sind auch die Nebenwerte-Märkte z. B. in Aufschwungsphasen interessant, da hier häufig die Kurse früher auf die wirtschaftliche Entwicklung reagieren. Auch sind hier die Kursbewegungen häufig intensiver – allerdings nach oben und unten.
- Branchenanalyse: Branchen entwickeln sich nicht synchron. Hier kann es zu Abweichungen zum gesamtwirtschaftlichen Trend kommen: Einige Branchen bzw. Aktienwerte reagieren früher, andere erst später im Verlauf eines Konjunkturzyklus (s. Kapitel 6).
- So sind z. B. in Abschwungsphasen die Lebensmittelbranche und die Energieversorger in der Regel weniger stark betroffen.
- Unternehmensanalyse: Die Einzelwert-Analyse findet besonders auf betriebs- bzw. finanzwirtschaftlicher Basis statt. Bilanz und GuV bieten Daten, die für die Berechnung von Performance-Kennzahlen benötigt werden und eine Prognose über die zukünftige Umsatz- und Gewinnentwicklung erlauben. Die Gewinnentwicklung ist der Faktor mit dem in der Regel signifikantesten Einfluss auf die Kursentwicklung des Einzelwertes.

Über die Branchenanalyse können zunächst die Zielbranchen nach Gewinnpotenzial ermitteln werden. In einem weiteren Schritt werden dann Unternehmen herausgefiltert. Eine wichtige Kennzahl dafür ist das KGV. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist eine Kennzahl, die von vielen Investoren beachtet wird:

$$\text{KGV} = \frac{\text{Preis je Aktie}}{\text{Gewinn je Aktie}}$$

Das KGV lässt den Vergleich von Unternehmen derselben Branche zu: Ist das KGV niedriger als das Branchendurchschnitts-KGV kann der Grund eine Unterbewertung durch den Markt sein. Häufig wird deshalb eine Kaufempfehlung von Analysten ausgesprochen. Der Anleger partizipiert von der Branchenentwicklung, kauft aber eine „billigere“ Aktie im Vergleich zu anderen Aktien mit höherem KGV. Das KGV wird in den meisten Kurstabellen von Online-Plattformen oder Zeitungen und Zeitschriften ausgewiesen.

Allerdings kann der Grund für ein branchen-unterdurchschnittliches KGV auch ein vergleichsweise geringeres Gewinnwachstum sein, sodass die Dividende möglicherweise geringer als bei anderen Unternehmen ausfallen kann. Auch kann der Kursgewinn im Vergleich zu Aktien der gleichen Branche geringer ausfallen. Ferner sollte das KGV nicht deutlich unter 10 liegen, da sich dann die Frage der Nachhaltigkeit einer positiven Geschäftsentwicklung ergibt.

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass zuerst die Aktienkurse steigen und dann erst die gesamtwirtschaftliche Entwicklung – die „Konjunktur“ – folgt. Wichtigster Indikator ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP), dessen Entwicklung auch immer von Frühindikatoren wie dem ifo-Geschäftsklimaindex oder den Indizes anderer Wirtschaftsforschungsinstitute prognostiziert wird (s. dazu Kap. 6).

Eine nicht zu unterschätzende Ertragschance ist die Dividende. Die Dividende ist der (An-)Teil des Gewinns einer Aktiengesellschaft, der an die Aktionäre ausgeschüttet wird. Die Auszahlung findet auf Beschluss der Hauptversammlung statt. Dividenden gelten als ein Indiz für die wirtschaftliche Stärke eines Unternehmens.

Ferner ist die Dividende ein nicht zu unterschätzender Baustein einer langfristigen Anlagestrategie: Aus empirische Untersuchungen ergeben sich Indizien, dass eine langfristige Aktienanlage, die

- nicht auf kurzfristige Marktzyklen reagiert
- und die Dividende immer reinvestiert,

erfolgreich ist und zu einer Out-Performance (Wertentwicklung des Portfolios über der Performance des Indizes) führen kann – statt Timing zahlt sich Systematik gerade im Umgang mit Risiko aus, besonders weil in Abschwungphasen die Aktienkurse schneller fallen als die Dividenden. Damit steigt die Dividendenrendite und damit auch die Gesamtrendite der Anlage. Die Dividendenrendite ist auch die Grundlage für sogenannte Strategieindizes wie den Div-DAX: Der Div-DAX enthält die 15 Unternehmen mit der höchsten Dividendenrendite, also dem Verhältnis der Dividende zum aktuellen Kurs. Die Dividendenrendite berechnet sich wie folgt:

$$\frac{\text{Dividende}}{\text{Aktienkurs}} \times 100\%$$

Der Umgang mit der Dividendenrendite sei an einem Beispiel erläutert:

- Unternehmen A zahlt 3 Euro Dividende pro Aktie – bei einem Aktienkurs von 50 Euro ergibt sich eine Dividendenrendite von 6 %.

- Unternehmen B zahlt 6 Euro Dividende pro Aktie bei einem Kurs von 130 Euro, was eine Dividendenrendite von 4,6 % ergibt.
- Damit wäre z. B. im Branchenvergleich für einen Anleger mit einem längerfristigen Anlagehorizont und einem Dividen-Reinvestment-Ansatz das Unternehmen A „ein Kauf“.

Weitere Kennzahlen bieten den nichtspekulativen Anlegern Indizien für eine Unternehmensauswahl:

KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis)	Ein KGV > 10 ist ein Indiz dafür, dass Unternehmensgewinne über einen längeren Zeitraum erzielt wurden.
KBV (Kurs-Buchwert-Verhältnis)	Ein KBV < 1 zeigt, dass das Vermögen des Unternehmens nicht nur aus Forderungen und immateriellen Werten besteht, sondern auch aus Sachwerten (Substanzwert), dass also eine gewisse Absicherung auch für „schlechte Zeiten“ besteht.
EK-QUOTE (Eigenkapitalquote)	Eine EK-Quote von > 30 % zeigt eine überdurchschnittliche finanzielle Stabilität des Unternehmens.
EIGENKAPITAL-RENDITE (-RENTABILITÄT)	Eine ROE von > 12 % weist darauf hin, dass das Unternehmen eine außergewöhnliche Marktposition hat und somit auch in Zukunft mit höherer Wahrscheinlichkeit eine stabilere und ertragreichere Unternehmensentwicklung erzielen wird als vergleichbare Unternehmen mit geringerer ROE.
RETURN ON EQUITY (ROE)	
DIVIDENDEN-RENDITE	Eine Dividende je Aktie von > 5 % ist ein Indiz für eine nachhaltige Gewinnentwicklung und einen möglichen Wettbewerbsvorteil des Unternehmens, sodass das Unternehmen sich mit höherer Wahrscheinlichkeit auch in Zukunft besser entwickeln könnte als andere Unternehmen der Branche.
UMSATZRENDITE	Die höhere Umsatzrendite im Branchenvergleich kann ein Indiz für ein ausgeprägtes Alleinstellungsmerkmal sein, das es gestattet, höhere Preise durchzusetzen. Niedrigere Umsatzrenditen weisen auf eine wettbewerbsintensive Marktsituation oder eine ungünstige Kostenstruktur hin, sodass die Ertragslage im Vergleich eher schlechter ist.

TABELLE 3: AUSWAHL KENNZAHLEN

Dividendenrisiken

Die Dividende einer Aktie ist im Wesentlichen abhängig von dem Gewinn einer Aktiengesellschaft: Niedriger Gewinn oder Verluste bedeuten in der Regel geringe oder keine Dividende und vice versa.

Systematische Risiken

Kursrisiken können auch unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens entstehen, z. B. durch allgemeine Markttrends. So kann der Aktienkurs eines Unternehmens z. B. parallel zum Gesamtmarkt sinken ohne Veränderung der Unternehmenssituation.

Kursrisiken aus gesellschaftsbezogenen Maßnahmen

Kapitalerhöhungen, Übernahmeangebote, Aktienerwerbsangebote etc. können zu veränderten Markteinschätzungen und damit zu Kursschwankungen unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens führen.

e) Risiken von Genussscheinen

Neben den allgemeinen Risiken des Länder- und Transferrisikos bestehen als Risiken der Geldanlage in Genussscheinen zunächst die gleichen spezifischen Risiken wie in der Aktienanlage.

Da Genussscheine jedoch auch für Unternehmen ein Mittel zur schnellen Beschaffung von Kapital zur Überbrückung von Finanzierungsengpässen sein können, sind weitere Risiken zu beachten.

Ferner kann die Kursentwicklung des Genussscheins unabhängig von der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens durch Fälligkeiten beeinträchtigt werden.

Bonitäts- und Kursrisiko

Bei Verschlechterung der Bonität des Unternehmens kann es zu größeren Kurseinbußen kommen.

Zinsänderungsrisiko

Bei Ausstattung des Genussscheins mit Endfälligkeit können Zinsänderungsrisiken entstehen: Je länger die Laufzeit, desto höher das Risiko von Kursveränderungen aus Zinsänderungen.

Ausschüttungsrisiko

Die Ausschüttung ist bei Genussscheinen an die Gewinnentwicklung des Unternehmens gebunden. Bei Verlust entfällt eine Ausschüttung. Einige Genussscheine sind mit Nachzahlungsanspruch ausgestattet für den Fall, dass das Unternehmen wieder in die Gewinnzone gelangt.

Rückzahlungs- und Haftungsrisiken

Bei Verlusten oder sogar Liquidation des Unternehmens kann eine Reduzierung oder Aussetzung der Rück- oder Auszahlung erfolgen, sowie eine nachrangige Befriedigung der Gläubigeransprüche aus Genussscheinen gegenüber Miteigentümern wie z. B. Aktionären oder anderen Gläubigergruppen. Damit besteht grundsätzlich das Risiko des Totalverlustes des investierten Vermögens durch die Anlage in Genussscheine.

4.3 Zertifikate (strukturierte Produkte)

Zertifikate sind sogenannte strukturierte Produkte. Sie sind ein Anlage-Instrument, bei dem Ertrag, Zinsen und/oder die Kapitalrückzahlung in der Regel nicht fixiert, sondern an das Eintreten von Ereignissen oder Entwicklungen gebunden sind wie z. B. das Erreichen einer Zielgröße.

Die Vielzahl von Produkten unterscheidet sich durch vielfältige Kombinationen von Zielgrößen, Auszahlungsmöglichkeiten und Verbindungen zu Basiswerten (Underlyings) wie Aktien, Indizes, Rohstoffen etc.

a) Spezielle Risiken bei allen Zertifikate-Typen

Aus der Vielzahl von unterschiedlichen Konstruktionen von Zertifikaten ergeben sich unterschiedliche Risiken. Ferner sind auch die dem jeweiligen Zertifikat zugrunde liegenden Basiswerte und ihre Risiken in die Abschätzung des Anleger-Risikos einzubeziehen. Jedoch für alle Zertifikate-Typen gelten folgende spezielle Risiken:

Risiken der Zins- und/oder Ertragsausschüttung

Das Eintreten des Ereignisses oder einer Entwicklung findet nicht statt, sodass eine Ausschüttung oder Rückzahlung ganz oder teilweise entfällt.

Kursänderungsrisiko

Strukturierte Produkte unterliegen in der Regel hohen Kursschwankungen und damit dem Risiko verhältnismäßig hoher Kursverluste, sodass mitunter sogar der Verkauf unmöglich wird.

Emittentenrisiko

Es besteht das Risiko des Teil- oder Totalverlustes des eingesetzten Kapitals bzw. eines Verlustes in Höhe der Zins- und/oder Ertragsausschüttung, wenn der Schuldner des Zertifikats (Emittent) dauerhaft oder vorübergehend zahlungsunfähig wird.

Liquiditätsrisiko

Auch die Kursentwicklung von Zertifikaten unterliegt Angebot und Nachfrage. Wenn für ein Zertifikat nicht ausreichend Nachfrage besteht, ist der Emittent nicht verpflichtet, den Markt liquide zu halten, sodass der rechtzeitige Verkauf des Zertifikats bei Kursverlusten verzögert werden kann. Ferner können An- und Verkaufskurse erhebliche Spannen aufweisen.

Korrelationsrisiko

Durch Angebot und Nachfrage nach dem jeweiligen Zertifikat und die entsprechende Liquidität des Marktes wird die Kursentwicklung des Basiswertes nicht genau wiedergeben. So kann es vorkommen, dass der Zertifikate-Kurs verzögert zum Kurs des Basiswertes reagiert und im Extremfall sogar dem Kurs des Basiswertes entgegenläuft.

Risiko des Wertverfalls

Der Abrechnungsbetrag zum Fälligkeitstag eines Zertifikats kann erheblich unter dem Erwerbspreis liegen – im Extremfall kann dieser sogar null sein, d. h. das Zertifikat verfällt wertlos.

b) Spezifische Risiken verschiedener Zertifikate-Typen

Garantiezertifikate (Kapitalschutz-Produkt)

Garantiezertifikate garantieren zum Laufzeitende die Rückzahlung eines Mindestbetrages, z. B. des Nominalwertes oder eines bestimmten Prozentsatzes desselben, unabhängig von der Entwicklung des dem Zertifikat zu Grunde liegenden Basiswertes. Während der Laufzeit kann der Kurs des Zertifikates unter den Ausgabekurs fallen – das hat jedoch keinen Einfluss auf die Auszahlung zum Laufzeitende.

Der Ertrag aus der Wertentwicklung des Basispreises kann durch die Festlegung eines Höchstrückzahlungsbetrags begrenzt sein.

Ein wesentliches spezifisches Risiko von Garantiezertifikaten ist das

- **Kursrisiko:** Die Leistung der garantierten Mindestrückzahlung ist grundsätzlich von der Bonität des Emittenten abhängig. Durch die Zahlung eines garantierten Rückzahlungsbetrags zum Laufzeitende ist das Kursrisiko hingegen begrenzt und damit besteht ein Schutz vor Totalverlust des eingesetzten Anlagekapitals. Es besteht jedoch das Risiko, dass am Ende der Laufzeit weniger als der Einstiegspreis zurückgezahlt wird.

Discountzertifikate (Renditeoptimierungsprodukt)

Discountzertifikate sind die am stärksten nachgefragte Zertifikate-Gruppe. Grundsätzlich partizipiert der Käufer eines Discountzertifikates an einer Kursentwicklung eines Basiswertes wie einer Aktie oder eines Index bis zu einer Obergrenze (Cap oder Referenzpreis).

Bei einem Aktien-Discountzertifikat erhält der Käufer des Zertifikats grundsätzlich ein Anrecht auf den Kauf einer Aktie unter deren aktuellem Preis (der Discount) bzw. das Recht auf Zahlung eines Kurswertes unterhalb des Referenzpreises bzw. in Höhe des Referenzpreises selbst. Viele Zertifikate sehen hier einen Barausgleich vor. Zur Fälligkeit ergeben sich so zwei Optionen:

- Basiswert unter Cap: Der Käufer erhält den Kurswert. Bei Aktien-Discountzertifikaten kann der Käufer auch folgende Optionen wählen: Der Käufer kann den vom Emittenten anzudienenden Basiswert (die Aktie) in sein Wertpapierdepot einbuchen. Hier kann ein Risiko der Lieferung des Basiswertes bestehen (s. u. auf dieser Seite).
- Basiswert über Cap: Der Käufer erhält den Referenzpreis.

Die wesentlichen speziellen Risiken bei Discountzertifikaten sind somit

- das Risiko der Lieferung des Basiswertes, also der Lieferung des Referenzgegenstands für den Fall, dass der Basispreis unter Cap liegt. Dabei kann der Marktpreis des Basiswertes deutlich unter dem Kaufpreis des Zertifikats liegen. Im Extremfall kann das sogar den Totalverlust des eingesetzten Kapitals bedeuten.
- das Korrelationsrisiko, da insbesondere in der Nähe des Caps der Kurs des Zertifikats nicht mehr die Kursentwicklung des Basiswertes abbildet, denn die Nachfrage nach

einem Discountzertifikat ist bei der gegen null strebenden Gewinnmöglichkeit in der Nähe des Caps gering.

- Risiko des Totalverlustes: Bei einem Renditeoptimierungsprodukt wie einem Discountzertifikat kann im Extremfall das gesamte eingesetzte Kapital verloren gehen.

Bonuszertifikate (Partizipationsprodukt)

Ein Bonuszertifikat ist eine Schuldverschreibung, die

- die Zahlung des Nominalwertes des Zertifikats
- sowie eines Bonus
- oder die Lieferung eines Basiswertes (bei Aktien-Bonuszertifikaten)
- bzw. die Zahlung des Gegenwertes (Kurswert) am Ende der Laufzeit verbrieft.

Die Höhe und Art der Rückzahlung orientiert sich an der Wertentwicklung des Basiswertes und im Vergleich zum Discountzertifikat ist die maximale Rückzahlung nicht begrenzt.

Zur Fälligkeit ergeben sich drei Optionen:

- Der Kurs des Basiswertes hat in der Laufzeit nie die Ereignisschwelle (Barriere) erreicht oder unterschritten und liegt unterhalb der Bonusschwelle: Die Rückzahlung erfolgt in Höhe des Bonusbetrags.
- Der Kurs des Basiswertes hat einmal die Ereignisschwelle in der Laufzeit erreicht oder unterschritten, sodass eine Zahlung nur in Höhe des Basiswertes erfolgt. Ein Anspruch auf Auszahlung des Bonus besteht dann nicht mehr.
- Der Kurs des Basiswertes liegt oberhalb des Bonus-Levels: Die Rückzahlung erfolgt in voller Höhe der Wertentwicklung des Basiswertes.

So sind also die spezifischen Risiken von Bonuszertifikaten:

- Kursrisiko: die volle Teilnahme an Kursverlusten des Basiswertes, wenn die Ereignisschwelle erreicht oder unterschritten wird.
- Korrelationsrisiko: Auch bei Bonuszertifikaten wird der Kurs des Basiswertes nicht genau wiedergegeben. Im Bereich der Barriere (Ereignisschwelle) kann es zu stärkeren Kursschwankungen kommen, da schon geringe Kursbewegungen des Basiswertes darüber entscheiden, ob eine Bonuszahlung erfolgt oder nicht.
- Risiko des Totalverlustes: Bei einem Partizipationsprodukt wie einem Bonuszertifikat kann im Extremfall das gesamte angelegte Kapital verloren gehen.

Indexzertifikate (Partizipationsprodukt)

Indexzertifikate bilden den zugrunde liegenden Aktien-, Wertpapier- oder Rohstoffindex eins zu eins ab. Somit lassen sich Indexzertifikate wie Indexfonds verstehen – jedoch bei meist geringeren Kosten, da die Management-Gebühren von Fonds entfallen.

Liegt dem Indexzertifikat ein Aktienindex zugrunde, kann es sich um zwei Arten eines Index handeln:

- **Kursindex:** Der Index spiegelt die Wertentwicklung der gelisteten Unternehmen wider.
- **Performance-Index:** Dieser Index bezieht die Dividendenzahlungen der notierten Werte des Index mit ein, sodass der Unterschied zum reinen Kursindex mehrere Prozent im Jahr ausmachen kann. So wird z. B. der DAX sowohl als Performance- als auch als Kursindex veröffentlicht. Wenn allgemein vom DAX gesprochen wird, ist der Performance-Index gemeint.

Ein Indexzertifikat „trackt“ ziemlich genau die Entwicklung eines Index. Spezifische Risiken von Indexzertifikaten sind:

- **Emittentenrisiko:** Wenn der Schuldner des Zertifikats (Emittent) dauerhaft oder vorübergehend zahlungsunfähig ist, besteht das Risiko eines Teil- oder Totalverlustes des eingesetzten Kapitals.
- **Währungsrisiko:** Wechselkurse haben einen Einfluss auf den Rückzahlungsbetrag, wenn der Index außerhalb des eigenen Währungsraumes notiert, also z. B. ausländische Börsenindizes oder Rohstoffindizes.
- **Risiko des Totalverlustes:** Bei einem Partizipationsprodukt wie einem Indexzertifikat kann im Extremfall das gesamte Kapital verloren gehen.

Basketzertifikate (Partizipationsprodukt)

Basketzertifikate fassen Aktien, andere Anlageprodukte, Indizes etc. in einem „Korb“ zusammen. Der Unterschied zwischen den einzelnen Basketzertifikaten liegt in der verbrieften Ausschüttung/Nichtausschüttung von Dividenden, dem Management der Zusammensetzung der abgebildeten Werte und der Erhebung von Managementgebühren. Neben den Risiken für die im „Korb“ befindlichen jeweiligen Anlageformen oder Anlageprodukte gelten weitere Risiken:

- **Emittentenrisiko:** Auch hier besteht bei dauerhafter oder vorübergehender Zahlungsunfähigkeit des Emittenten das Risiko eines Teil- oder Totalverlustes des eingesetzten Kapitals.
- **Währungsrisiko:** Wechselkurse haben einen Einfluss auf den Rückzahlungsbetrag. Bei Indizes, Rohstoffen oder anderen Wertpapieren als Basiswerte, die in anderer Währung notieren, besteht ein Währungsrisiko.
- **Risiko des Totalverlustes:** Bei einem Partizipationsprodukt wie einem Basketzertifikat kann im Extremfall das gesamte Kapital verloren gehen.

Hebelzertifikate

Bei Hebelzertifikaten – auch Turbo- oder Knock-out-Zertifikate genannt – partizipiert der Käufer überproportional an den Kursschwankungen des zugrunde liegenden Basiswertes (Hebelwirkung) – sowohl in Form eines Kursgewinns als auch eines Kursverlustes. So kann der Käufer zwar stärker an der Entwicklung eines Index profitieren als z. B. im Vergleich zum Kauf eines Indexzertifikats. Allerdings kann er auch – bei ge-

genläufiger Kursentwicklung – stärker verlieren als bei einem Investment in ein Indexzertifikat. Zwei wesentliche Arten von Hebelzertifikaten gibt es:

- Bull- bzw. Long-Zertifikate: Partizipation an steigenden Kursen.
- Bear- bzw. Short-Zertifikate: Partizipation an fallenden Kursen.

Wird die definierte Knock-out-Schwelle erreicht, also unterschreitet der dem Zertifikat zu Grunde liegende Basiswert die Ereignisschwelle, verfällt das Zertifikat wertlos.

Einige Emittenten bieten Hebelzertifikate an, die zusätzlich noch eine Stop-Loss-Schwelle haben, bei deren Erreichen durch den Basiswert zumindest ein Restwert ausbezahlt wird.

Ferner gibt es auch Hebelzertifikate mit Rolling-Turbo, der das Zertifikat also nach dem jeweiligen Laufzeitende automatisch erneuert: Der Hebel wird bei zunehmender Entfernung des Basiswertes von der Ereignisschwelle verwässert, also abgeschwächt, sodass z. B. bei einem Long-Turbo der Kursgewinn des Basiswertes weniger stark gehebelt wird, aber bei umgekehrter Kursentwicklung auch der Verlust. Insofern besteht ein Schutz vor Totalverlust des angelegten Kapitals.

Folgende weitere Risiken sind für Hebelzertifikate spezifisch:

- **Korrelationsrisiko:** Insbesondere in der Nähe der Knock-out-Schwelle kann es zu erheblicher Handelstätigkeit und damit zu Preisschwankungen kommen, die nicht mehr mit der Kursbewegung des Basiswertes übereinstimmen.
- **Liquiditätsrisiko:** Bewegt sich der Kurs des Basiswertes in Richtung Knock-out-Schwelle, kann es dazu kommen, dass nur noch ein eingeschränkter Handel des Zertifikates möglich ist, weil ausschließlich der Emittent als Handelspartner zur Verfügung steht, der nicht zum Rückkauf der Zertifikate verpflichtet ist.
- **Risiko der Hebelwirkung:** Hebel wirken grundsätzlich überproportional auf die Kursentwicklung von Basiswerten, sodass höhere Verlustrisiken im Vergleich zu ungehebelten Anlageformen bestehen.
- **Risiko des Knock-outs:** Bei Eintritt des Knock-out-Ereignisses kann das Zertifikat wertlos verfallen, sodass hier das Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals besteht.

c) Ertragsmöglichkeiten mit Zertifikaten

Die verschiedenen Formen von Zertifikaten bieten nicht nur die Möglichkeit zu gehebelter, sondern auch zu risikominimierender Geldanlage – gerade mit geringerem Anlagekapital: Anleger können in einen Index investieren ohne Branchen- und Unternehmensanalyse und ohne den Einsatz größerer Summen, um z. B. einen Index zur Risiko-Streuung abzubilden. Aber auch beim Zertifikate-Portfolio gilt: Das Kapital sollte gestreut werden

- über unterschiedliche Zertifikate-Formen,
- über unterschiedliche Emittenten,
- über unterschiedliche Basiswerte (Rohstoffe, Indizes, Aktien – im besten Falle auch noch geografisch, also z. B. Index-Zertifikate unterschiedlicher Länder).
- Das Risiko lässt sich reduzieren durch Investieren in „sichere“ Zertifikateformen wie unbegrenzte Indexzertifikate oder Discount-, Bonus und Garantie-Zertifikate. Ein Spekulieren mit Turbo-Zertifikaten sollte nur mit einem kleinen Teil des Vermögens stattfinden.
- Insgesamt lässt sich mit Zertifikaten also auch ein gesichertes Portfolio realisieren. Wichtig ist, dass die Zertifikate eine unbegrenzte Laufzeit haben. So vermeidet der Anleger Kursrisiken und Totalverlust bei Fälligkeiten:
- Indexzertifikate sind häufig mit unbegrenzter Laufzeit ausgestattet.
- Basketzertifikate enden meistens nach 3 bis 6 Jahren.
- Discount-Zertifikate werden immer öfter als Rolling-Discount-Zertifikate angeboten: Das Zertifikat verfällt nicht, aber der Discount ändert sich jeweils zum Stichtag (meist monatlich).
- Hebelzertifikate werden mit begrenzter und unbegrenzter Laufzeit angeboten: Wenn das Zertifikat nicht durch das Erreichen einer Ereignisschwelle „ausgeknockt“ wird, kann das Papier unbegrenzt gehalten werden.

Ferner bieten einige Zertifikate – wie z. B. Bonuszertifikate – auch die Möglichkeit, in Märkten in Seitwärtsbewegung einen Wertzuwachs zu erzielen.

4.4 Fonds

Fonds sind Konstrukte zur Geldanlage. Sie sammeln das Geld von Anlegern und bündeln es in einem sogenannten „Sondervermögen“, das sie investieren entsprechend ihrer kommunizierten Anlagestrategie. Dabei müssen Fonds den Grundsatz der Risikomischung beachten, der regulatorisch vorgegeben ist: Sie müssen das Fondsvermögen über verschiedene Anlageformen „streuen“, um so das Anlagerisiko zu reduzieren. Offene und geschlossene Fonds (unternehmerische Beteiligungen) werden von Investmentgesellschaften aufgelegt, die Anteile an diesen ausgeben und die Anlage des Fondsvermögens verwalten.

Geschlossene Fonds werden nach einem bestimmten Platzierungszeitraum, in dem Anteile an diesem erworben werden können, geschlossen. Der Käufer eines Anteils eines geschlossenen Fonds wird so zum Gesellschafter und teilt damit entsprechend die unternehmerischen Chancen und Risiken. Klassische geschlossene Fonds sind z. B. Schiffsfonds, Fonds für regenerative Energien, Immobilienfonds etc.

In den letzten Jahren entwickelten sich auf dem deutschen Markt auch Venture-Capital-Fonds und Private-Equity-Fonds sowie Fonds für Zweitmarkt-Kapitallebensversicherungen.

Anbieter von „klassischen“ Investmentfonds werden differenziert in:

- Deutsche Kapitalanlagegesellschaften: Sie unterliegen der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und dem deutschen Investmentgesetz. In diesem Rahmen wird der Anleger kein Mitgesellschafter, sondern erwirbt nur Anteile am Fondskapital – zum Schutz der Anleger wird das Vermögen der Gesellschaft getrennt gehalten vom sogenannten Sondervermögen (dem Investmentfonds), an dem der Anleger beteiligt ist.
- Ausländische Investmentgesellschaften: Je nach Herkunftsland können diese Gesellschaften anders organisiert sein als deutsche Kapitalanlagegesellschaften. Wenn diese jedoch auch in Deutschland ihre Produkte vertreiben, gilt für sie sowohl die Aufsicht der BaFin als auch das deutsche Investmentgesetz. So müssen auch ausländische Investmentgesellschaften zum Schutz der Anleger das Vermögen der Gesellschaft und des Fonds getrennt halten.

a) Offene Investmentfonds

Offene Investmentfonds verbriefen Miteigentum am Fondskapital in Form von Wertpapieren. Da das Fondsvermögen professionell verwaltet und über verschiedene Anlage-Instrumente gestreut wird, sodass das Anlagerisiko reduziert wird, ist auch – im Vergleich z. B. zur Direktanlage in einzelne Aktien – die Anlage in Investmentfonds weniger risikoreich.

Durch Anteile am Fondsvermögen entsteht ein Anspruch auf Anteilsrückgabe und Gewinnbeteiligung. Ferner können die Anteilsscheine in der Regel börsentäglich gehandelt werden. Die Laufzeit eines Fonds ist in der Regel unbegrenzt.

Fonds unterscheiden sich im Wesentlichen durch:

- geografische Streuung des Anlagevermögens
- instrumentelle Streuung des Anlagevermögens
- Anlagehorizonte
- Kostenstrukturen
- Management-Strategien

Wesentliche Formen von offenen Fonds sind:

- Renten- oder Anleihe-Fonds investieren in festverzinsliche Wertpapiere, sonstige Anleihen etc. Anleihe-Fonds weisen in der Regel – entsprechend den Basiswerten – geringe Kursschwankungen und damit auch geringere Kursgewinne auf.
- Aktienfonds investieren überwiegend bis ausschließlich in Aktien, häufig nach Regionen oder Branchen (sogenannte regionale- und Branchen-Fonds).
- Indexfonds bilden Indizes nach, indem sie z. B. alle Titel in der gleichen Gewichtung kaufen, wie sie in einem Index abgebildet werden.
- Dachfonds investieren in andere Investmentfonds.
- Mischfonds investieren in verschiedenen Asset-Klassen wie Aktien, Rohstoffe, Devisen, Immobilien etc.
- Immobilienfonds investieren vorwiegend bis ausschließlich in Immobilien.
- Strategiefonds kombinieren verschiedene Anlagekategorien auf der Basis einer überprüfbaren Strategie.
- Fonds mit alternativen Anlagen setzen neben traditionellen Anlage-Instrumenten auch auf alternative Anlage-Instrumente wie Hedgefonds, Rohstoffe etc.
- Immobilienfonds investieren vorwiegend bis ausschließlich in Immobilien.
- Strategiefonds kombinieren verschiedene Anlagekategorien auf der Basis einer überprüfbaren Strategie.
- Fonds mit alternativen Anlagen setzen neben traditionellen Anlage-Instrumenten auch auf alternative Anlage-Instrumente wie Hedgefonds, Rohstoffe etc.

Der Preis von Investmentanteilsscheinen – der Ausgabepreis – setzt sich zusammen aus dem Anteilspreis und – in der Regel – einem Ausgabeaufschlag. Der Anteilspreis richtet sich nach dem Gesamtwert des Sondervermögens. Der Anteilspreis wird börsentäglich ermittelt und ausgewiesen oder ergibt sich aus dem Verkehrswert der Objekte des Sondervermögens. Entsprechend ergibt sich auch der Rücknahmepreis von Investmentanteilsscheinen aus dem Anteilspreis, eventuell zzgl. eines Rücknahmeaufschlags.

Der Ertrag aus einem Investment in offene Fonds setzt sich zusammen aus einer jährlichen Ausschüttung sowie der Wertentwicklung des Fondsvermögens. Die Höhe der Erträge wiederum basiert auf der Anlagepolitik und der Marktentwicklung der jeweils einzelnen Vermögensbestandteile des Fonds.

Veräußert werden können die Anteilsscheine an der Fondsgesellschaft auf der Basis eines definierten Rückgabepreises oder über den geregelten Markt (Börsenhandel). Insofern können Rücknahmepreis und Kursnotierung unterschiedlich sein, da der Marktpreis durch Angebot und Nachfrage nach den Fondsanteilen bestimmt wird.

Spezielle Risiken offener Fonds sind:

- Basiswert-Risiken: Jeder Investmentfonds unterliegt – je nach Zusammensetzung seines Anlage-Portfolios – zunächst den Risiken der Anlageformen, in die das Fondsvermögen investiert wird. So unterliegt ein Aktienfonds zunächst den speziellen Risiken einer Anlage in Aktien etc.
- Kursrisiko: Jeder in geregelten Märkten gehandelte Fonds unterliegt auch den Kursrisiken aus dem sich wandelnden Verhältnis von Angebot und Nachfrage der Marktteilnehmer nach diesem.
- Nebenkosten-Risiken: Ausgabeaufschläge und Verwaltungskosten führen dazu, dass die Direktinvestition in die Basiswerte des Fonds preiswerter wäre. So sind auch Dachfonds insofern sozusagen „doppelt so teuer“ wie ein Direktinvestment, da der Dachfonds die Verwaltungsgebühren der Fonds zahlt, in die er selbst investiert, und diese Kosten dann weiter verrechnet. Hinzu kommen dann für die Käufer von Dachfondsanteilen die Verwaltungskosten des Dachfonds selbst.
- Risiken durch Anlageschwerpunkte: Die Anlagerisiken steigen mit zunehmender Spezialisierung des Fonds. So sind z. B. Branchen-Anlagefonds durch ihre Spezialisierung stärker von der Entwicklung einer Branche abhängig als ein Indexfonds, der branchenübergreifend streut.
- Währungsrisiken: Das Fondsvermögen von Fonds, die in internationale Werte oder Rohstoffe investieren, unterliegt den Risiken aus Wechselkursveränderungen, die somit auch für die Inhaber von Fonds-Anteilsscheinen tragend werden in Form von Veränderungen der Kurse, der Rückgabepreise und der Ausschüttungshöhe.

- **Risiken der Aussetzung und Liquidation:** Es besteht das Risiko, dass Anteilsscheine vom Inhaber zum gewünschten Zeitpunkt nicht zurückgegeben werden können: Wenn außergewöhnliche Umstände vorliegen, können Kapitalgesellschaften die Rücknahme von Anteilsscheinen bis zu 2,5 Jahre aussetzen. Wenn in diesem Zeitraum die Fondsgesellschaft nicht wieder genügend Liquidität zur Rücknahme der Anteilsscheine aufbringt, kann sogar die Fonds-Liquidation und damit der Totalverlust für den Anleger die Folge sein.
- **Mindest-Haltedauer-Risiko bei offenen Immobilienfonds:** Anleger müssen offene Immobilienfonds mindestens 24 Monate halten; gleichzeitig müssen sie Rückgaben mit einer Frist von 12 Monaten ankündigen. Ausgenommen sind lediglich Anteilsrückgaben von bis zu 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr. Außerdem kann in den Vertragsbedingungen geregelt sein, dass Fondsanteile nur zu bestimmten Terminen an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden können (mindestens einmal jährlich).
- **Risiken der Fehlinterpretation von Performance-Risiken:** Die Beurteilung der Wertentwicklung des Fonds mittels Performance-Statistiken, z. B. in Form von Performance-Ranglisten, kann zu Fehlinterpretationen führen: Da diese Statistiken bzw. Ranglisten die Aufschläge durch Management-Leistungen, Ausgabe- und Rücknahmeaufschläge und andere Kosten nicht beinhalten, kann es zu Fehlbeurteilungen des Anlegers kommen.
- **Spezielle Risiken von Immobilienfonds:** Die Entwicklung der Immobilienmärkte hat Einfluss auf die Wertentwicklung von Immobilienfonds. So können z. B. Leerstände oder gesunkene Mietpreise, schwierige Neuvermietung etc. das Risiko des Wertverlustes für den Anleger bedeuten.

Liegen die Objekte des Fonds im Ausland, geht der Anleger zusätzlich Währungsrisiken ein.

Ferner unterliegen Immobilienfonds gesetzlichen Rückgabe-Beschränkungen. Auch kann die Anteilsschein-Rückgabe durch den Anleger durch Vertragsbedingungen eingeschränkt sein.

b) Geschlossene Fonds

Geschlossene Fonds sind in der Regel Kommanditgesellschaften mit beschränkter Haftung. Der Anleger beteiligt sich an dieser GmbH & Co. KG und bindet sich mit einer festgelegten Laufzeit an diese Beteiligung. Damit entstehen folgende Risiken:

- **Totalverlustrisiko:** Für geschlossene Fonds gibt es keinen Einlagensicherungsfonds, sodass der Anleger das Risiko aus Insolvenz im Rahmen des eingesetzten Kapitals mitträgt.
- **Haftungsrisiko:** Je nach gesellschaftsrechtlicher Konstruktion geht der Anleger eventuell eine Nachschusspflicht ein.
- **Liquiditätsrisiko:** Die Anteile werden nicht frei gehandelt bzw. ist deren Veräußerung durch vertragliche Bindung

beschränkt, sodass ein Ausstieg aus der Position schwer oder nicht möglich ist.

- **Risiken aus der Geschäftsführung:** Der Anleger trägt als Gesellschafter die Risiken schlechter oder falscher Geschäftsführung.

c) Exchange Traded Funds (ETFs)

Als Alternative zu gemanagten offenen Investmentfonds haben sich in den letzten Jahren Exchange Traded Funds (ETFs) etabliert. ETFs sind meistens passiv gemanagte Aktienfonds, bei denen keine Verwaltungsgebühren für das Management des Fondsvermögens anfallen. Sie werden deshalb auch als Passiv-Fonds bezeichnet.

ETFs passen sich in der Zusammensetzung jeweils ihren Referenzwerten – häufig Indizes – an. Sie sind wie eine Aktie fortlaufend börsentäglich handelbar. ETFs werden nicht direkt bei der emittierenden Investmentgesellschaft erworben oder an diese veräußert, sondern über den Sekundärmarkt wie z. B. Börsen. Deshalb wird eine Order in der Regel auch sofort nach Eingang ausgeführt und Kursnotierungen finden ebenfalls fortlaufend statt – im Gegensatz zu Anteilen von offenen Investmentfonds, bei denen häufig nur einmal am Tag eine Kursfeststellung und die Orderausführung nicht sofort erfolgt.

ETFs verbriefen in der Regel – ähnlich wie Investmentfonds – Beteiligungen am Fondsvermögen des Emittenten. Im Gegensatz zu aktiv gemanagten Fonds bilden ETFs die Entwicklung von Indizes ab. Ihre „Strategie“ ist also „Index-Tracking“: Findet z. B. in einem Index ein Unternehmenswechsel oder die Veränderung der Gewichtung der Unternehmen statt, wird diese „1 zu 1“ nachvollzogen. Der Anleger entscheidet somit nicht, dass er in eine bestimmte Strategie eines Investmentfonds investiert, sondern nur, in welchen Index. Insofern haben ETFs auch eine für Anleger vorteilhafte Kostenstruktur.

ETFs beziehen sich im Wesentlichen auf Aktienindizes, aber auch immer häufiger auf Branchen-, Regionen- und sogenannte Strategie-Indizes wie z. B. Fundamentaldaten oder Handelsstrategien wie Optionsstrategien.

Insofern gelten für ETFs zunächst die Basisrisiken der jeweiligen Referenzwerte. Hinzu kommen folgende spezifische Risiken:

- **Replikationsrisiko:** Bei Veränderungen oder Anpassung der Nachbildung (Replikation) kann es zu – meist temporären – Abweichungen zwischen dem Basiswert und dem Kurswert des ETF kommen. Es werden im Wesentlichen zwei Formen des Replikationsrisikos unterschieden:
 - **Risiko bei ETFs mit physischer Replikation:** Die Wertentwicklung von physischen ETFs kann stärker schwanken als die zu Grunde liegenden Bezugsgrößen, z. B. durch Neugewichtungen eines Index oder Kapitalmaßnahmen von Unternehmen oder Dividendenzahlungen.

- Risiko bei ETFs mit synthetischer Replikation: ETFs mit synthetischer Replikation tragen das Kontrahentenrisiko, also das Risiko, dass der Swap-Kontrahent seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Dies kann zu einem erheblichen Kursrückgang des ETF führen. Das Kontrahentenrisiko ist aber gesetzlich begrenzt: Der Wert eines Swaps darf nicht mehr als 10 % des Fondsvermögens ausmachen.
- Liquiditätsrisiko: Die Bereitstellung eines liquiden Marktes erfolgt bei ETFs über Marketmaker (deutsch: Marktpfleger), die temporäre Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage kontinuierlich ausgleichen. Insofern ist das Liquiditätsrisiko verringert.

d) Ertragsmöglichkeiten mit Fonds und ETFs

Fonds ermöglichen bei geringem Kapitaleinsatz eine breite Streuung des Anlagekapitals. Auch das Risiko eines direkten Investments in ein Unternehmen durch Insolvenz oder die Fehlinvestition in eine Immobilie ist geringer. Fonds haben den Vorteil, dass für den Anleger der „Betreuungsaufwand“ deutlich geringer ist. Hier reicht es für den Anleger, in regelmäßigen Abständen die Kurs- und Risikoentwicklung zu überprüfen.

ETFs können auch in fallenden Märkten, z. B. durch „Bear-“ oder „Short-ETFs“, zu Erträgen führen. Hingegen bringen Fonds nur in steigenden Märkten Wertzuwachs. Folgende Anlagehorizonte, Risiken und Rendite-Erwartungen lassen sich mit Fonds realisieren:

RENTEN-UND ANLEIHE-FONDS	Kurzfristiger Anlagehorizont	Geringes Risiko	Vergleichsweise geringe Rendite-Erwartung
AKTIEN-FONDS	Anlagehorizont ab 5 Jahren	Hohes Risiko	Mittlere bis hohe Rendite
INDEX-FONDS	Anlagehorizont ab 4 bis 5 Jahren	Niedriges bis hohes Risiko	Mittlere bis hohe Rendite-Erwartung
MISCH-FONDS	Anlagehorizont ab 4 bis 5 Jahren	Niedriges bis hohes Risiko	Mittlere bis hohe Rendite-Erwartung
IMMOBILIENFONDS	Anlagehorizont ab 5 Jahren	Hohes Risiko	Mittlere bis hohe Rendite-Erwartung
STRATEGIE-FONDS	Anlagehorizont ab 5 Jahren	Niedriges bis hohes Risiko (je nach Fondstrategie)	Mittlere bis hohe Rendite-Erwartung
FONDS MIT ALTERNATIVEN ANLAGEN	Anlagehorizont ab 5 Jahren	Hohes Risiko	Hohe Rendite-Erwartungen

Prinzipiell ist dieses Raster auch für ETFs gültig. Auch bei ETFs gilt, dass der Anlagehorizont ein längerer sein sollte. Zu achten ist auf die sehr unterschiedlichen Gebühren, die auch bei ETFs anfallen. Diese sind nicht so hoch wie bei Fonds, aber bei ETFs gleicher Art verschieden, ohne dass es eine zusätzliche Leistung oder Ausstattung gibt.

4.5 Termingeschäfte (Derivate)

Termingeschäfte sind Geschäfte, die mit zeitlicher Verzögerung erfüllt werden. Diese Geschäfte erfolgen über Terminkontrakte, die auf organisierten Märkten oder in einem Handelssystem abgewickelt werden. Typische Termingeschäfte sind Optionen, Optionsscheine und Futures.

a) Spezielle Risiken von Optionsscheinen

Optionen verbriefen ein Recht, zu einem späteren Zeitpunkt eine Sache zu einem vereinbarten Preis zu kaufen oder zu verkaufen. Der Käufer einer Option erwirbt also ein Recht, aber nicht die Verpflichtung – er kann die Option ausüben, also physisch liefern oder liefern lassen, oder die Option verfallen lassen.

Als Käufer einer Option kann man am Verfalltag eine gewisse Menge eines Basiswertes zum vereinbarten Preis (Ausübungspreis: strike price) vom Verkäufer der Option kaufen (Call-Option) oder diesem verkaufen (Put-Option) bzw. in bar ausgleichen lassen.

Folgende Optionstypen werden unterschieden:

- Europäische Optionen: Diese Optionen können nur am Verfalltag ausgeübt werden. Die Handelbarkeit der europäischen Optionen ist aber an den Sekundärmärkten nicht eingeschränkt. Sie können also fortlaufend an geregelten Märkten gekauft und verkauft werden.
- Amerikanische Optionen: Diese können bis zum Verfalltag an jedem Handelstag ausgeübt werden.

Optionen können sich beziehen auf:

- Aktien
- Rohstoffe
- Währungen
- Zinsen
- Indizes
- Derivate
- Kombinationen

Der Preis einer Option setzt sich zusammen aus dem inneren Wert und dem Zeitwert:

- Der innere Wert ist die positive Differenz zwischen aktuellem Kurs des Basiswertes und dem tieferen Ausübungspreis (beim Call) oder dem höheren Ausübungspreis (beim Put). Der innere Wert ist der Betrag, den der Anleger bei sofortiger Ausübung der Option erhält. So spiegelt der innere Wert die aktuelle Marktsituation des Basiswertes wider.

- Der Zeitwert repräsentiert die Differenz zwischen dem inneren Wert und dem aktuellen Kurs der Option. Der Zeitwert hängt im Wesentlichen ab von der Restlaufzeit und der Schwankungsbreite (Volatilität) des Basiswertes.

Im Gegensatz zu Optionen sind Optionsscheine verbriefte, bedingte Termingeschäfte – also verbriefte Optionen, die als Wertpapier gestaltet und handelbar sind. Obwohl die wesentlichen Elemente und Risiken von Option und Optionsschein identisch sind – wie z. B. der Preismechanismus –, gibt es Unterschiede: So ist die Ausübung des Optionsrechts bei einem Optionsschein im Regelfall durch Barausgleich statt Lieferung des Basiswertes geregelt.

Optionsscheine werden als eigenständige Wertpapiere nicht an den Börsen oder außerbörslich gehandelt, sondern meist auf sogenannten Retail-Märkten, die von den jeweiligen Emittenten organisiert werden. Auch können Optionsscheine unterschiedliche Ausstattungsmerkmale ähnlich denen von Zertifikaten haben. So werden im Wesentlichen folgende Optionsschein-Typen unterschieden:

- Basket-Optionsscheine: Optionsscheine, die sich auf einen „Korb“ von Wertpapieren beziehen.
- Turbo-Optionsscheine: Sie sind mit einem Hebel ausgestattet, d. h. dass die Kursbewegungen stärker als bei einem Standard-Optionsschein abgebildet werden.
- Index-Optionsscheine: Der dem Optionsschein zu Grunde liegende Basiswert ist ein Aktien- oder Rentenindex.

Die speziellen Risiken von Optionsgeschäften sind folgende:

- Risiko aus der Volatilität des Basiswertes: Eine Anlage in einen Optionsschein bedeutet zunächst das Eingehen des Kursrisikos des Basiswertes.
- Kursrisiko/Risiko der Hebelwirkung: Grundsätzlich lassen sich Optionsscheine bezeichnen als „Wetten“ auf den Kursverlauf eines Basiswertes. Aufgrund der Hebelwirkung (Leverage-Effekt) eines Optionsscheins in Abhängigkeit zur Restlaufzeit können aber im Vergleich zum Basiswert überproportionale Wertveränderungen eintreten, sodass sowohl höhere Gewinne als auch größere Kursverluste im Vergleich zum Basiswert entstehen können.

Die Hebelwirkung ist umso größer, je kürzer die Restlaufzeit eines Optionsscheins ist. Für den Käufer von Optionsscheinen ergibt sich für Calls und Puts folgendes Risiko:

- Für den Käufer eines Call-Optionsscheins besteht das Risiko, dass sich der Wert des Optionsscheins bei sinkendem Kurs des Basiswertes vermindert.
- Für den Käufer eines Put-Optionsscheins vermindert sich der Wert des Optionsscheins durch den steigenden Kurs des Basiswertes.
- Verlustrisiko des Zeitverfalls: Ein Optionsschein kann in der Laufzeit an Wert verlieren und am Ende der Laufzeit sogar vollständig wertlos verfallen. Der Zeitwert des Optionsscheins verändert sich insofern täglich und ist mit Laufzeit-Ende null.

- Risiko des Totalverlustes: Aufgrund einer ungünstigen Marktentwicklung kann also ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals das Ergebnis einer Investition in Optionsscheine sein. Aufgrund der hohen Wertschwankungen durch den Hebeleffekt ist ein permanentes Überwachen der Wertentwicklung notwendig.

- Emittentenrisiko: Der Emittent eines Optionsscheins ist häufig nicht identisch mit dem des Basiswertes. Insofern trägt der Anleger das doppelte Insolvenzrisiko: Sowohl der Emittent eines Optionsscheins als auch der des Basiswertes, der dem Optionsschein zu Grunde liegt, kann zahlungsunfähig werden was zum Totalverlust des angelegten Kapitals führt.

- Währungsrisiko: Wenn der zu Grunde liegende Basiswert in einer Fremdwährung notiert, können Wechselpreisschwankungen den inneren Wert eines Optionsscheins beeinflussen. Durch die Hebelwirkung kann sich der Kurswert eines Optionsscheins bei Wechselkursschwankungen überproportional verändern.

b) Spezifische Risiken des Handels mit Futures

Futures sind fortlaufend börsentäglich gehandelte Terminkontrakte, die das Recht bzw. die Pflicht verbriefen, Finanzinstrumente zu einem bestimmten Preis zu einem Fälligkeitstag zu kaufen oder zu liefern. Basiswerte von Futures können sein:

- Aktien
- Rohstoffe
- Währungen
- Zinsen
- Indizes
- Derivate
- Kombinationen aus diesen Finanzinstrumenten

Die gängigsten Futures sind Zins-Futures, Währungs-Futures und Rohstoff-Futures. Futures werden an speziellen Terminbörsen gehandelt – in Deutschland an der Eurex.

Grundsätzlich gelten die gleichen Risiken für Futures wie für Optionen bzw. Optionsscheine. Jedoch ist bei gekauften Optionen das Verlustrisiko begrenzt, beim Future hingegen nicht. Damit unterliegt der Handel mit Futures folgendem zusätzlichen Risiko:

- Erfüllungsrisiko: Der wesentliche Unterschied zwischen einer Option (bedingtes Termingeschäft) und einem Future ist, dass bei einem Future für beide Seiten des Vertrags eine Verpflichtung entsteht (unbedingtes Termingeschäft). Während bei einer gekauften Option das maximale Risiko im Verlust in Höhe des bezahlten Kaufpreises besteht, da der Käufer das Wahlrecht zur Ausübung der Option hat, kann bei einem Future eine Pflicht zur Erfüllung z. B. in Form einer Nachschusspflicht (Barausgleich) bzw. Lieferung des Basiswertes entstehen, sodass der Verlust den Kaufpreis des Futures übersteigen kann – theoretisch sogar unbegrenzt, je nach Kursentwicklung des Basiswertes.

c) Ertragsmöglichkeiten mit Derivaten

Mit Derivaten – also im Wesentlichen mit Optionen, Optionsscheinen und Futures – können mit geringem Kapitaleinsatz überproportional hohe Gewinne erzielt werden. Auch ermöglichen Derivate eine Absicherung von im Anleger-Besitz befindlichen Finanzinstrumenten gegen Kursverluste.

Insgesamt sind Derivate-Strategien jedoch im Vergleich zu anderen Anlageformen äußerst komplex – auch wenn diese z. B. zur Risikoabsicherung von anderen Finanzinstrumenten genutzt werden. Insofern ist vor dem Handel mit Derivaten eine erhebliche „Investition“ in das Grundlagen-Wissen zu tätigen. Ferner ist der Betreuungsaufwand bei der Anlage mit Derivaten deutlich höher als bei anderen Anlageformen, allein schon wegen der größeren Volatilität der Kurse.

Insofern lohnt sich vor der Erwägung des Investments mit Derivaten immer der Blick auf Zertifikate, die z. B. hinsichtlich der Absicherung von Finanzinstrumenten vergleichbare Strategie-Möglichkeiten bieten, hingegen weniger Vorwissen und Management-Intensität benötigen.

Derivate sind grundsätzlich – sowohl wegen der Nachschusspflichten als auch wegen der Risiken des Totalverlusts – keine Anlageform für kleinere Anleger. Für Anleger mit größerem Anlagekapital steht z. B. im Vergleich zu Hedgefonds, die ähnlich große Hebel bieten, der Betreuungsaufwand für diese Anlageform in keinem positiven Verhältnis. Auch die Risiken sind bei Hedgefonds deutlich transparenter durch die Ratings der Rating-Agenturen.

5. Alternative Anlageformen

Alternative, also nichttraditionelle Anlagen sind Kapitalanlage-Formen, die nicht den traditionellen Anlageklassen (Aktien etc.) zugeordnet werden können. Wesentliche alternative Anlageformen sind:

- Hedgefonds
- Private Equity
- Immobilien
- Edelmetalle und andere Rohstoffe

Das Investment in alternative Anlageformen kann direkt und indirekt erfolgen. In direkter Form ist der Mindestbetrag sehr hoch, sodass diese Anlageform für viele Anleger nicht geeignet ist.

Hingegen ist das Investment in alternative Anlageformen mittels Derivaten, Fonds, Terminkontrakten etc. möglich. Dabei entsprechen die Risiken der indirekten Anlage auf der Basis von alternativen Anlageformen denen der jeweiligen Instrumente, die in den vorangegangenen Kapiteln über Fonds erläutert wurden, plus jenen, die für die jeweilige alternative Anlageform gelten. Im Folgenden werden nur die spezifischen Risiken der direkten Investition in alternative Anlageformen erläutert.

5.1 Hedgefonds

a) Was sind Hedgefonds?

Hedgefonds sind Investmentfonds mit erhöhtem Risiko durch spekulative Anlagestrategien, um eine überdurchschnittliche Rendite zu erreichen. Im Gegensatz zu den klassischen Investmentfonds haben Hedgefonds den Anspruch, auch in fallenden Märkten überproportionale Gewinne zu erwirtschaften. Dazu nutzen Hedgefonds besonders Derivate (z. B. Futures, Optionen) und Leerverkäufe (Verkauf „geliehener“ Aktien), die fremdkapitalfinanziert werden, um eine höhere Eigenkapitalrendite zu erzielen (Leverage-Effekt).

Insofern unterscheiden sich auch Strategien von Hedgefonds von denen offener Fonds durch ein großes spekulatives Moment. Klassisch sind z.B. folgende Strategien:

- Long/Short-Strategien (Equity-Hedge-Strategien): Der Kauf unterbewerteter Wertpapiere wird gleichzeitig mit dem Leerverkauf überbewerteter Leerverkäufe kombiniert.
- Event-Driven-Strategien: Unternehmensereignisse wie Fusionen, Restrukturierungen, Übernahmen oder Insolvenzen werden insbesondere durch Leerverkäufe „gehandelt“.

Durch die typischen Strategien von Hedgefonds sind diese in ihrer Wertentwicklung von der Entwicklung der internationalen Aktien- und Anleihemärkte tendenziell unabhängig. Hohe Mindestanlage-Beträge bei beschränkten Rückgabemöglichkeiten und längeren Kündigungsfristen sind für den Anleger

ger bei einem direkten Investment in Hedgefonds zu erwarten.

Spezielle Risiken von Hedgefonds sind:

- **Wertschwankungsrisiken:** Insbesondere durch die Nutzung von Hebel-Effekten durch einen hohen Anteil von Fremdkapitalfinanzierung unterliegt die Wertentwicklung von Anteilen an Hedgefonds hohen Schwankungsbreiten.
- **Preisfeststellungs- und Liquiditätsrisiken:** Hedgefonds sind weniger liquide als traditionelle Fonds, allein schon aufgrund ihres hohen Fremdkapitalanteils. Ferner erfolgt die Preisfeststellung zumeist monatlich. Beides kann dazu führen, dass die Ausführung einer Rücknahme von Fondsanteilen länger dauert und vielleicht sogar der Rücknahmepreis sich bis zur tatsächlichen Ausführung noch erheblich verändert.
- **Konzentrationsrisiko:** Durch die häufige Konzentration auf nur sehr wenige Strategien erhöht sich das Risiko im Vergleich zu den zur Diversifikation verpflichteten offenen Investmentfonds. Im Gegensatz zu diesen unterliegen Hedgefonds hinsichtlich der Anlagetätigkeit keinen rechtlichen Vorgaben.
- **Außerbörsliche Übertragung:** Es kann vertraglich sogar vereinbart sein, dass der Anleger einen Kaufinteressenten finden muss, sodass er die Veräußerung der Anteile selbst übernehmen muss. Wenn der Anleger z. B. Verluste aus der Wertentwicklung seiner Anteile begrenzen will, kann das zu weiteren Verlusten durch Verzögerung des Desinvestments führen.
- **Risiko durch den Erwerb risikobehafteter Papier:** Durch riskante Anlagestrategien mit besonders risikobehafteten Wertpapieren durch den Hedgefonds wie z. B. den „Handel“ von Ereignissen wie Insolvenzen oder Übernahmen durch Leerverkäufe etc. entsteht für den Anleger ein erhöhtes Risiko des Totalverlustes des angelegten Kapitals.
- **Unbeschränktes Verlustrisiko:** Verkaufen Hedgefonds z. B. ungedeckte Optionen und Wertpapiere, so kann das Verlustrisiko für den Anleger als Teilhaber sogar höher als der investierte Betrag sein.

b) Ertragsmöglichkeiten mit Hedgefonds

Hedgefonds sind keine normalen Investmentfonds wegen der Risiken und Hebelwirkungen, die aus den Anlagestrategien entstehen. Hedgefonds sind somit prinzipiell nicht für den Kleinanleger geeignet – auch wegen der Laufzeiten, der eventuellen Nachschusspflichten und der im Vergleich zu anderen Anlagen deutlich höheren Risiken.

Viele Hedgefonds werden hingegen von Rating-Agenturen „geratet“ und geben einem Anleger mit größerem Anlagekapital die Möglichkeit, überproportional an Wert- und Kursentwicklungen zu partizipieren. Und im Gegensatz zu Derivaten, die vergleichbare Hebel bieten, gibt es nur geringen Management-Aufwand. Schließlich werden die Fonds von Profis gemanagt und durch die Ratings von Rating-Agenturen gibt es eine gewisse Transparenz der Risiken.

5.2 Private Equity

Das Geschäftsmodell von Private-Equity-Gesellschaften ist die Bereitstellung von (Risiko-)Kapital für Unternehmen, die nicht an der Börse notiert sind (Private Equity = außerbörsliches Eigenkapital), in Form von Beteiligungen an diesen. Im Prinzip gleicht eine Private-Equity-Gesellschaft einem geschlossenen Fonds: Der Anleger wird mit dem Erwerb von Gesellschaftsanteilen Miteigentümer an der Kapitalbeteiligungsgesellschaft.

Häufig handelt es sich auch um Beteiligungen an noch zu gründende oder gerade gegründeten Unternehmen, bei denen die zukünftigen Erträge noch nicht absehbar sind. Hier handelt es sich dann um Risikokapital-Gesellschaften als besondere Form von Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Venture Capital).

Das Geschäftsmodell von Venture-Capital- oder Private-Equity-Gesellschaften besteht also darin, finanzielle Mittel von Banken, Versicherungen, institutionellen Anlegern oder auch bei vermögenden Privatpersonen einzusammeln und diese in Unternehmen mit einem günstigen Rendite-Risiko-Verhältnis zu investieren. Dabei werden Beteiligungen mit einem hohen Fremdkapital und geringen Eigenmitteln gesucht, die einen Hebeleffekt versprechen, indem die Gesamtkapitalrentabilität höher ist als die Fremdkapitalzinsen. Deshalb müssen die Zielunternehmen einen hohen freien Cashflow erwirtschaften, damit die Private-Equity-Gesellschaft die Verbindlichkeiten gegenüber den Fremdkapitalgebern tilgen kann.

Aus diesem Geschäftsmodell entstehen folgende spezifische Risiken:

- Risiko aus neuem Kapitalabruf: Über die Erstinvestition hinaus können weitere Kapitalabrufe folgen. Kann der Anleger diesen nicht Folge leisten, kann das bis dahin investierte Kapital verloren gehen.
- Liquiditätsrisiko: Da Anteile an Private-Equity-Gesellschaften nicht börsengehandelt sind und der Anlagehorizont dieser Gesellschaften eher langfristig ist, kann es sein, dass die Veräußerung von Anteilen an diesen erst nach Jahren möglich wird.
- Konzentrationsrisiko: Da Private-Equity-Gesellschaften insbesondere in Unternehmen in riskanten Phasen mit unklarer Ertragsentwicklung investieren, erfolgt keine Risiko-Diversifizierung. Das führt zu einem erhöhten Risiko des Vermögensverlustes auf Anlegerseite.

5.3 Immobilien

a) Risiken des Immobilieninvestments

Bereits im Kapitel 4.4 „Fonds“ ist auf die Instrumente der indirekten Immobilieninvestition hingewiesen worden. Folgende Möglichkeiten des Immobilieninvestments sind möglich:

Eine direkte Anlage in Bürogebäude, Einzelhandelsimmobilien, Industrie-Immobilien, Wohn- oder Spezialimmobilien (z. B. Krankenhäuser, Hotels, Logistik-Immobilien etc.) bedeutet den Kauf einer solchen und erfordert damit mehr Kapital als eine indirekte Anlage z. B. mittels Immobilienfonds. Gleichzeitig ist das Risiko in Sinne des möglichen Maximalverlustes höher als bei einer indirekten Anlage, allein schon, weil bei börsengehandelten Immobilienfonds bei einer negativen Wertentwicklung ein Ausstieg jederzeit möglich ist.

Spezielle Risiken der direkten Immobilienanlage sind:

- **Informationsrisiko:** Immobilienmärkte sind oft intransparent und setzen genaue Kenntnisse lokaler Gegebenheiten voraus. Ferner sind baufachliche Kenntnisse, Betreiber-Wissen und spezielles Finanzierungsmanagement-Know-how notwendig. Hier kann es zu erheblichen Fehleinschätzungen der Wertentwicklung der Anlage kommen.
- **Konzentrationsrisiko:** Bei einem direkten Investment ist aufgrund der Höhe der Summe, die in einer einzigen Anlage gebunden ist, keine Diversifikation möglich. Mit gleichem Anlagebetrag kann bei indirekter Anlage in Immobilien oder mit nichtalternativen Anlageformen eine breitere Streuung und damit eine größere Risikominderung realisiert werden.
- **Zinsrisiko:** Immobilien reagieren ähnlich wie Anleihen: Niedrige Zinsen vergünstigen Hypotheken und ermöglichen überdurchschnittliche Erträge – höhere Zinsen schmälern diese.

b) Ertragsmöglichkeiten des indirekten Immobilieninvestments

Aufgrund des notwendigen Spezialwissens und der notwendigen finanziellen Mittel für ein direktes Immobilieninvestment ist das indirekte Immobilieninvestment eine geeignete Variante, das Anlage-Portfolio zu optimieren.

In einem ausgewogenen Portfolio liegt der Anteil des indirekten Investments in Immobilien nicht über 10 %: Immobilien bieten eher „nur“ moderaten Wertzuwachs, stabilisieren aber ein Portfolio hinsichtlich seiner Volatilität in der Wertentwicklung.

In jedem Falle bietet das indirekte Immobilieninvestment die relative Sicherheit vor Fehlentscheidungen bei einem direkten Immobilieninvestment durch die Immobilien-Profis im Fondsmanagement. Hier muss der Anleger nicht mehr das Immobilienfachwissen mitbringen, sondern kann mit dem Studium und dem Vergleich der Performance von Instrumenten der indirekten Immobilienanlage eine einfachere Entscheidung treffen und dabei durch die gesetzlich verpflichtende Streuung der Investmenttätigkeit von Fonds auf eine Risiko-Diversifizierung bauen, die ihm bei direkter Anlage in eine Immobilie bei gleicher Summe nicht gegeben wäre.

Der Strategie-Horizont von Immobilienfonds liegt bei 5 bis 10 Jahren – erst in diesem Zyklus kann sich die Wertesteigerung einer Immobilie durch einen höheren Wiederverkaufspreis oder den Rohertrag aus der Bewirtschaftung der Immobilie realisieren. Damit ist auch der Anlagehorizont für den Anleger in diesem Zeitraum zu sehen: Indirekte Immobilienanlage ist keine Anlage in kurzfristige Gewinnpotenziale. Bei einem geschlossenen Immobilienfonds ist ein noch längerer Anlagezeitpunkt zu wählen, da man hier unmittelbar Teilhaber des Unternehmens wird, sodass hier noch die schwierigere Handelbarkeit der Anteile einen kurzfristigen Ausstieg erschwert.

Eine Alternative mit höherer Flexibilität sind z. B. Zertifikate auf Immobilien, in denen z. B. Immobilienunternehmen eines Index zusammengefasst sind. Sie sind täglich handelbar, bilden aber die Geschäfts- und Wertentwicklung und damit die Kursentwicklung der Unternehmen ab und nicht unmittelbar die des Immobilienportfolios des Unternehmens.

ETFs (börsengehandelte Fonds) bieten hier eine weitere Alternative: Sie bilden z. B. internationale Immobilienwerte ab, indem sie diese nach Regionen oder Strategien zusammenfassen wie z. B. ETFs oder auch Zertifikate auf den Dow Jones Stoxx Europe 600 Real Estate etc. Wie bereits erwähnt, bieten ETFs gegenüber dem indirekten Immobilieninvestment mittels offener Fonds den Vorteil, dass keine Management-Gebühren anfallen. Auch ist die Risiko-Diversifikation grundsätzlich größer: Hier kann in die Immobilienwert-Entwicklung ganzer Regionen investiert werden im Gegensatz zu einem Fonds, in dem nur eine eng begrenzte Anzahl an Immobilien unter einer bestimmten Investment-Strategie zusammengefasst ist.

Eine weitere indirekte Anlageform in Immobilien sind REITs. Ein Real Estate Investment Trust ist eine börsennotierte AG, die Erlöse aus der Bewirtschaftung von Immobilien sowie deren Erwerb und Veräußerung erwirtschaftet. Sie werden an einem organisierten Markt notiert und sind so frei handelbar. Entsprechend unterliegen REITs auch den für Aktien geltenden Risiken – insbesondere dem Kursrisiko sowie den Risiken des Immobilienmarktes.

5.4 Edelmetalle und andere Rohstoffe

a) Spezifische Risiken der Anlage in Rohstoffe

In Rohstoffe, also physische Güter, kann direkt und indirekt investiert werden. Bis auf Edelmetalle bietet sich für andere Rohstoff-Klassen das indirekte Investment mittels Derivaten wie strukturierter Produkte oder Futures an. Bei Optionsscheinen und Futures ist damit meist ein Barausgleich anstatt einer physischen Lieferung verbunden (s. dazu „Optionen“ und „Futures“ oben).

Die häufigste Art der Anlage in Rohstoffe sind strukturierte Produkte. Nähere Erläuterungen wurden bereits in den Kapiteln zu „Optionen“ und „Zertifikaten“ gegeben. Ferner lassen sich Rohstoffe auch als Exchange Traded Commodities (ETCs), also als börsengehandelte Wertpapiere handeln. ETCs sind mit ETFs vergleichbar und haben eine unbegrenzte Laufzeit. Sie bilden die Kurse der zu Grunde liegenden Rohstoffe 1 zu 1 ab. ETCs gibt es sowohl für steigende als auch für fallende Kurse des Basiswertes.

Das indirekte Investment in Rohstoffe beinhaltet das Risiko der Kurschwankungen der Basiswerte. Entsprechend gelten folgende spezielle Risiken von Rohstoffmärkten für das indirekte Investment in Rohstoffe:

- Geringe Marktliquidität/Spekulative Marktteilnehmer: Bei Rohstoffmärkten mit geringer Liquidität kann spekulatives Handeln bereits weniger Marktteilnehmer zu starken Kursbewegungen führen, die auf die Kursentwicklung von Derivaten mit diesem Basiswert zurückwirken.
- Kartelle und Regulierung: Rohstoff-Produzenten sind meistens in Organisationen oder Kartellen organisiert. Diese regulieren über das Angebot die Preise auf den Rohstoffmärkten. Auch Aufsichtsbehörden können durch Regel-Änderungen einen Einfluss auf die Preisbildung ausüben. Hinzu kommen politische Regulierungen wie z. B. Verstaatlichung oder Ausfuhrbeschränkungen.
- Risiken durch natürliche Ereignisse sowie Zyklen: Wetter und Naturkatastrophen können zu einer Veränderung der Angebotsituation auf Rohstoffmärkten führen. Ferner unterliegen insbesondere landwirtschaftliche Rohstoffe jahreszeitlichen Zyklen von Angebot und Nachfrage.
- Politische Risiken: Starke Preisschwankungen des Basiswertes können auch durch Embargo, Kriege, Revolutionen etc. entstehen.
- Inflation: Die Erhöhung der Güterpreise (Inflation) kann zu einem Nachfragerückgang bei den Verbrauchern besonders z. B. bei Erdöl, führen. Ursachen können sein die Ausweitung der Geldmenge durch Zentralbanken (Zinssenkungen), die sinkende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (sinkende Nachfrage nach Gütern, Dienstleistungen, Krediten) oder die sinkende Produktion als Folge realwirtschaftlicher Störungen.
- Deflation: Der signifikante, anhaltende Rückgang des Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen (Deflation) kann Folge sein von Konsum- und Investitionszurückhaltung, Reduktion von Staatsausgaben, außenwirtschaftlichen Entwicklungen (Weltwirtschaftskrise), Währungsaufwertungen oder restriktiver Geldpolitik (signifikante Steigerung des Zinssatzes). Hier kann es ebenfalls zu sinkender Nachfrage nach Rohstoffen kommen. Hingegen können z. B. Edelmetalle eine steigende Nachfrage erleben.

b) Ertragsmöglichkeiten der Anlage in Gold

Gold ist als wertvollstes Edelmetall die wichtigste Anlageklasse im Bereich der Rohstoffe. Neben privaten und institutionellen Investoren halten auch Staaten große Bestände an Gold als Währungsreserven vor. Häufig wird Gold zum Werterhalt einem Anlage-Portfolio beigemischt – insbesondere weil Gold in der Regel nicht positiv korreliert mit anderen Anlageklassen: So steigt der Goldpreis mitunter, wenn die Aktienkurse fallen und umgekehrt, sodass die Schwankungsbreite der Wertentwicklung des Anlage-Portfolios mit Gold verringert werden kann.

Dies ist auch durch ein indirektes Investment in Gold mittels Zertifikaten möglich. Denn sogenanntes Anlagegold in Form von Münzen oder Barren weist in der Regel einen erheblichen Aufpreis im Verhältnis zum Kurs auf, sodass – auch aus Gründen der Lagerung – im Falle der reinen Geldanlage aus portfoliostrategischer Absicht, z. B. im Falle der Sicherung des Portfolios gegen Werteschwankungen, das indirekte Investment vorzuziehen ist. Auch fallen bei einem indirekten Investment keine Gebühren für die Lagerung an, was schon bei seitwärts tendierenden Märkten, also stagnierendem Goldpreis, dazu führt, dass die direkte Anlage sich negativ entwickelt, weil den Lagerungskosten keine Kursgewinne gegenüberstehen.

Ob die Anlage in Gold als Ertragsstrategie jedoch eine sinnvolle ist, ist bis heute umstritten. Empirische Untersuchungen weisen aber immer wieder darauf hin, dass ein Investment in Gold in „gestressten“ Märkten – also Märkten im Abwärtstrend mit hoher Volatilität – eine mindestens werterhaltende, mitunter auch wertesteigernde Strategie ist, denn Gold ist in „gestressten“ Märkten eher negativ korreliert mit Aktien: Fallen die Aktienmärkte, steigt in der Regel der Goldkurs – für „gestresste“ Märkte wird deshalb häufig eine Portfolio-Beimischung von rund 5 % empfohlen. Anders verhält es sich in „regulären“ oder optimistischen Märkten: Hier ist die Rendite mit Gold in der Regel geringer als beim Investment insbesondere in Aktien.

6. Risiken nach Börsen- und Konjunkturzyklen

Die meisten Anleger steigen erst spät in Aufschwungsphasen in Märkte ein. In der Folge erleiden sie auch überdurchschnittliche Kursverluste, denn kein Aufschwung währt ewig. Von daher ist das Wissen um die Zyklen der Börse wichtig zur Vermeidung finanzieller Risiken.

Die sogenannten Boom-Bust-Modelle (Modelle vom Auf- und Abschwung) gehen davon aus, dass Krisen ein starker interaktiver Zug eigen ist: Börsenpsychologische Tatsachen führen zur Verstärkung irrationaler „Übertreibung“ (Irrational Exuberance). Nicht nur Daten treiben Kurse, sondern auch die Interaktionen zwischen den Marktteilnehmern, die ihr Verhalten an dem anderer Marktteilnehmer bzw. „der Masse“ ausrichten bzw. an diesen „lernen“ – also Preisbildung durch „Herdenverhalten“ und nicht durch Fundamentaldaten.

Boom-Bust-Theorien finden einen ihrer Ursprünge Ende der 70er Jahre. In dieser Zeit entwickelte sich ein Ansatz verhaltenswissenschaftlicher Modellierung von Finanzkrisen. Dieser Ansatz geht von ineffizienten Märkten aus und kritisiert die rationalen Theorien: Finanzmärkte sind nicht nur rational und effizient, sondern irrational und von Emotionen getrieben. Durch das von Spekulation ausgelöste Zusammenspiel von massenpsychologisch erklärbaren Prozessen entstehen Preisblasen – Euphorie und Panik, Gier und Angst beherrschen dann die Finanzmärkte.

Aus der Betrachtung von Krisen aus der Geschichte der Finanzmärkte hat sich ein idealtypisches Muster in Form eines 5-Phasen-Modells entwickelt, das die Entstehung von Spekulationsblasen beschreibt. Dieses modelliert einen idealtypischen Verlauf von Boom-Bust-Zyklen (Auf- und Abschwungszyklen). Es werden folgende fünf Phasen der Bildung spekulativer Blasen in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur diskutiert:

1. Auslöser von Finanzkrisen sind externe Ereignisse wie z. B. Anfang oder Ende eines Krieges, technologische Umbrüche (z. B. Elektrifizierung oder Digitalisierung) oder andere Gründe, die einen nichtzyklischen Konjunkturaufschwung bewirken. Diese Ereignisse führen zu Investitionsmöglichkeiten mit hohen Gewinnerwartungen. Entscheidend ist dabei nicht, dass es real neue Investitionsmöglichkeiten gibt, sondern dass nahezu jede Investmentmöglichkeit unter einer „neuen“ Gewinnperspektive gesehen wird.
2. Sich selbst verstärkende Nachfrage führt zur Ausdehnung des Geldangebots: Banken geben vermehrt Kredite. Das löst Herdenverhalten aus: Es kommen immer neue Investoren auf den Markt – insbesondere die nichtinstitutionellen, also Privatanleger oder auch – wie in der jüngsten Krise – selbst Kommunen, die einen Teil ihres Geldes in Finanzinstrumente investieren. Dieser „Run“ lässt Preise und Erwartungen weiter steigen. Neue, riskantere Finanzinnovationen werden zunehmend entwickelt und nachgefragt. Investoren beginnen auf Kredit zu spekulieren.
3. Die mittlerweile realisierten Gewinne der Pionier-Investoren führen zu einer Euphorie: Die Masse der Privatinvestoren beginnt zu investieren („Milchmädchen-Hausse“). Diese Phase markiert den Beginn der spekulativen Blase: Steigende Kursgewinne senken den Realwert der Investoren-Schulden, sodass weitere Kreditaufnahmen begünstigt werden. Die daraus resultierende erhöhte Umlaufgeschwindigkeit des Geldes führt wiederum zu weiter steigenden Kreditaufnahmen. Das wiederum führt zu steigenden Zinsen.
4. Das Desinvestment der Insider und Pionier-Investoren, die ihre Gewinne realisieren, führt zum Ende des Preis- bzw. Kursanstiegs an den Märkten, da die Nachfrage langsam sinkt – die Kurse werden nur mehr von den Späteinsteigern (den „Milchmädchen“) getrieben. Erste Konkurse sind die Folge, denn die Kreditnachfrage lässt jetzt auch die Zinsen der Kreditinstitute steigen und verhindert zunehmend die Umschuldung bei Spekulation auf Kredit, weil die Kredite „teurer“ werden.
5. Die Masse der Marktteilnehmer gerät jetzt unter Druck. Zugangsbarrieren zu frischem Fremdkapital durch die weiter gestiegenen Zinsen führen zu Liquiditätsproblemen bei Unternehmen und Investoren auf breiter Ebene und verhindern die Bedienung der Zins- und Tilgungsvereinbarungen. Kreditfinanzierende Investoren geraten unter Druck und müssen schnell verkaufen. Es beginnt die „Flucht in die Liquidität“, ein sich selbst verstärkender Prozess der „Bewusstwerdung“ des Endes der Hausse mit der Folge von Panikverkäufen. Die Kreditvergabe wird restriktiv. Banken müssen aufgrund von notleidenden Krediten (Non-Performing Loans) Wertberichtigungen vornehmen und geraten durch die sinkende Eigenkapitalquote unter Druck. Gerüchte von Bank-Insolvenzen können Bank-Runs auslösen. Die Finanzkrise wird zur Banken- und zur Krise der Realwirtschaft.

Diese Zyklen verlaufen nicht immer in genau dieser Reihenfolge bzw. prägen nicht immer alle Variablen gleich aus. Idealtypisch lässt sich der Verlauf von Boom-Bust-Zyklen beschreiben als eine übertriebene Form der normalen Börsenzyklen.

quirion.de